

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

João Miranda de Oliveira Rebouças Brandão

**A teoria das Áreas Monetárias Ótimas e a Integração
Monetária Europeia**

**São Paulo
2012**

João Miranda de Oliveira Rebouças Brandão

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora:
Prof. Dra. Roberta Muramatsu

São Paulo
2012

Brandão, João Miranda de Oliveira Rebouças
A teoria das Áreas Monetárias Ótimas e a Integração
Monetária Europeia / João Miranda de Oliveira Rebouças Brandão.
– São Paulo: Insper, 2012.
64 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dra. Roberta Muramatsu

1. Teoria das Áreas Monetárias Ótimas 2. Integração Europeia
3. Transferências Fiscais

João Miranda de Oliveira Rebouças Brandão

A teoria das Áreas Monetárias Ótimas e a Integração Monetária Europeia

Monografia apresentada à Faculdade de Economia do Insper, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

Aprovado em

EXAMINADORES

Prof. Dra.
Orientadora: Roberta Muramatsu

Prof. Dra.
Examinadora: Luciana Yeung

Prof. Dr.
Examinador: Fernando Ribeiro

Agradecimentos

Gostaria de agradecer à minha orientadora Prof. Roberta Muramatsu pela compreensão, apoio e dedicação para que a conclusão do meu curso, mediante a entrega deste trabalho, fosse possível. Gostaria também de agradecer em especial ao Prof. Leonidas Sandoval Junior.

Dedicatória

Dedico este trabalho de conclusão da graduação à minha mãe, avós, irmã e amigos que de muitas formas me incentivaram e ajudaram para que fosse possível a concretização desta fase da minha vida.

Resumo

O objetivo deste trabalho é traçar um paralelo entre as recomendações, em especial em termos de política fiscal, ditadas pela teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMOs) e os documentos europeus sobre integração monetária, bem como, as previsões do Tratado de Maastricht quanto à matéria. A teoria das AMOs advoga que uma região deve formar uma união monetária se atender a alguns critérios como: flexibilidade de preços e salários, mobilidade da mão de obra, alta correlação a choques, abertura econômica, diversificação produtiva e um sistema de transferências fiscais, entre outros. Busca-se depreender em que medida a teoria das AMOs e, em especial, o critério das transferências fiscais informaram a discussão e implementação da União Monetária Europeia. Na evolução das discussões sobre as bases da integração monetária europeia, a referência à teoria das AMOs variou consideravelmente, ao longo do tempo, acompanhando, de certa forma, os períodos de ceticismo e otimismo quando ao próprio processo de integração. A crise financeira de 2008 trouxe novamente questionamentos em relação às bases da integração monetária.

Palavras-chave: Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, Integração Europeia, Transferências Fiscais

Abstract

The aim of this paper is to draw a parallel between the recommendations, particularly regarding fiscal policy measures, dictated by the Optimum Currency Areas theory (OCA), and the European documents on the monetary integration, as well as the provisions of the Maastricht Treaty. The OCA theory affirms that a region should engage into a monetary union if it observes some criteria such as: price and wage flexibility, labor mobility, high correlation of shocks, economic openness, productive diversification and a system of fiscal transfers, among others. We seek to infer in which extent the OCA theory, in particular the criterion of fiscal transfers, informed the discussions and implementation of the European Monetary Union. In the evolution of the discussions about the foundations of the European monetary integration, references to the OCA theory have varied considerably over time, following the periods of skepticism and optimism regarding the integration process itself. The 2008 financial crisis drew attention back to these issues.

Keywords: Optimum Currency Areas Theory, European Integration, Fiscal Transfers

Sumário

1	Introdução	10
2	A evolução do paradigma da Área Monetária Ótima como fundamento da construção de Uniões Monetárias e o papel das transferências fiscais	13
2.1	Robert Mundell e a criação do conceito de AMO	13
2.2	Principais desenvolvimentos no paradigma teórico das AMOs em sua primeira fase	15
2.3	Desenvolvimentos posteriores do paradigma: a “nova AMO”	18
2.4	A teoria das AMOs e o papel das transferências fiscais	21
3	A Integração Monetária Europeia e a Questão da Estabilização Fiscal	31
3.1	Principais marcos da integração monetária europeia (1950-1991)	31
3.2	O Tratado de Maastricht e as principais diretrizes de política fiscal na União Europeia	38
3.3	Principais indicadores em relação a critérios da AMO e medidas recentes no tocante às transferências fiscais	44
3.3.1	Mobilidade do trabalho, integração financeira e correlação à choques na UE	44
3.3.2	Do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) ao Mecanismo Europeu de Estabilização (MEE)	49
4	Conclusão	52
	Referências	55
	Anexos	61

Lista de Figuras

Gráfico 1 - Porcentagem de estrangeiros no total da população (2010).	45
Gráfico 2 - Taxa de desemprego em países-membros da União Europeia (2005-2012).	46

1. Introdução

O projeto europeu, que já completou sessenta anos, configura o movimento de integração político-econômica mais inovador da História. Sua evolução institucional remonta à formação da Comunidade do Carvão e do Aço (1951) e tem como momento marcante a assinatura do Tratado de Maastricht em 1992 que transformou a Comunidade Europeia (CE) em União Europeia (UE).

Recentemente, os episódios de crise das dívidas soberanas fizeram países como Grécia, Espanha e Itália recorrerem a pacotes emergenciais concedidos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Central Europeu (BCE) e o Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF). O quadro de crise trouxe à tona, na visão de alguns analistas, os limites de uma união monetária que carece de um sistema de transferências fiscais (ROGOFF, 2012, p. 12). A crise se mostra tão severa e prolongada que alguns autores vislumbram o fim da moeda comum, Euro, e o retorno das moedas nacionais. (ROUBINI, 2010; SAPIR, 2012)

A crise da zona do Euro relançou, portanto, o debate tanto na academia como nas instâncias decisórias da UE em relação às bases sobre as quais se constituiu a União Monetária Europeia (UME). Os principais balizadores do funcionamento da UME são os chamados “critérios de Maastricht”: uma série de regras que visam a manter os principais indicadores macroeconômicos dos países-membros no limite de metas acordadas. Ainda, o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), de 1997, reafirmou e regulamentou tais critérios.

A possibilidade de adoção de uma moeda única europeia esteve colocada desde o início do próprio processo de integração. O debate sobre a unificação monetária desencadeou uma intensa pesquisa em torno de um quadro analítico que viabilizasse a avaliação adequada dos requisitos e conseqüências de tal processo. O ponto de partida da discussão teórica foi o conceito de Área Monetária Ótima (AMO), inaugurado por Robert Mundell, na década de 1960 (BLEJER, LAIDERMAN & RAZIN, 1997, p. 8).

Resumidamente, uma AMO deve ser capaz de corrigir choques regionais gerando queda de preços nas áreas onde houve aumento do desemprego e aumento dos preços

nas áreas onde o desemprego caiu. Os principais critérios levantados pelos teóricos da teoria das AMOs são justamente aqueles capazes de acomodar os choques, fazendo com que o custo de se abrir mão da política monetária seja minimizado, o que tornaria os benefícios de uma moeda comum mais atraentes. Dentre eles têm-se: flexibilidade de preços e salários, mobilidade da mão de obra, alta correlação a choques, abertura econômica, diversificação produtiva e um sistema de transferências fiscais.

Neste trabalho, o foco recairá neste último critério, que tem estado no centro do debate sobre as causas da crise prolongada da zona do Euro (DE GRAUWE, 2011). A importância de um sistema de transferências fiscais em uniões monetárias aumenta se constatada a insuficiência dos demais critérios (KENEN, 1969). A principal ideia é que as imperfeições de mercado, notadamente, rigidez de salários e baixa mobilidade do trabalho, demandariam um sistema de transferências de recursos de forma a acomodar choques assimétricos.

O que predominou no desenho institucional de Maastricht foram critérios de convergência macroeconômica. A racionalidade por trás destes critérios é assegurar o compromisso dos países que integram a zona do Euro com a estabilidade de preços. Como se verá, os critérios das AMOs não foram contemplados no tratado. Igualmente, não foi acordado um dispositivo de transferências fiscais para fins de estabilização. A função de estabilização da política fiscal foi deixada a cargo dos Estados, os quais para dispor de recursos suficientes, devem respeitar os critérios, sob a supervisão da Comissão Europeia.

Na década de 1990, em diálogo com a teoria do Federalismo Fiscal, há um importante debate em torno da necessidade de tais mecanismos, sobretudo no que tange aos seus efeitos estabilizadores. Assim, a ausência dos principais critérios que caracterizariam uma AMO, na visão de alguns teóricos, deveria ser contornada por meio de transferências fiscais (SACHS & SALA-I-MARTIN, 1991; ITALIANER & PISANI-FERRY, 1994; BAYOUMI & MASSON, 1995; VON HAGEN & EICHENGREEN, 1996; GOODHART, 1998). Na visão contrária, os mecanismos fiscais seriam desnecessários - até mesmo nocivos - e, para fins de estabilização, dever-se-ia priorizar os mecanismos de mercado, notadamente, via mercado de capitais (SORESEN & YOSHA, 2003).

Apesar de ser considerada o ponto de partida teórico para a discussão sobre a integração monetária na Europa, a importância da teoria das AMOs variou ao longo do tempo. Na década de 1970, a teoria das AMOs era a principal referência, influenciando dois importantes relatórios: Werner (1970) e MacDougall (1977). A teoria perdeu predominância nos anos 1980, quando também houve certo pessimismo em relação ao próprio processo de integração, e ressurgiu novamente na década de 1990. O interesse renovado na teoria deu-se, sobretudo, devido à hipótese da endogeneidade (FRANKEL & ROSE, 1997; 1998), segundo a qual a introdução da moeda única pode, por si mesma, levar à formação de uma AMO, justificando a integração monetária *ex post*.

Dado o exposto acima, o objetivo deste trabalho é traçar um paralelo entre, de um lado, as recomendações de política fiscal ditadas pela teoria das AMOs e, de outro, os documentos europeus sobre integração monetária e as previsões do Tratado de Maastricht quanto à matéria. Busca-se, portanto, depreender em que medida a teoria das AMOs e, em especial, o critério das transferências fiscais, informou a discussão e implementação da UME.

Como se verá, os principais documentos que serviram de base para a discussão sobre a UME, em um primeiro momento, dialogavam estreitamente com a AMO, inclusive no tocante ao tema das transferências fiscais. Já os documentos publicados às vésperas da constituição da UME, e que a balizaram, Relatório Delors (1989) e “*One Money, One Market*” (1991), se afastam dessa perspectiva.

O trabalho está organizado em três seções, além desta introdução. A primeira trata do paradigma teórico das AMOs e como este proveu o arcabouço para a discussão sobre uma moeda única europeia, com atenção especial ao tema das transferências fiscais. A segunda analisa o histórico da integração monetária europeia, com foco nos principais documentos oficiais que tratavam da constituição da moeda única, notadamente, o desenho institucional de Maastricht. Ainda, são analisadas algumas questões atuais, salientando alguns critérios da teoria das AMOs e a entrada em vigor do Mecanismo Europeu de Estabilização. Algumas considerações finais são tecidas na última seção.

2. A evolução do paradigma da Área Monetária Ótima como fundamento da construção de Uniões Monetárias e o papel das transferências fiscais

O presente capítulo tem por objeto a apresentação do debate teórico sobre as Áreas Monetárias Ótimas (AMOs), mostrando como este paradigma se tornou o principal fundamento teórico que embasou a formação da União Monetária Europeia. Após a apresentação do quadro geral da evolução desta abordagem, a atenção será dirigida ao tema das transferências fiscais e seu lugar dentro da teoria. A ideia é angariar subsídios para analisar o papel das transferências fiscais no contexto da União Europeia, objeto do capítulo seguinte.

2.1 – Robert Mundell e a criação do conceito de AMO

No artigo seminal de Robert Mundell,¹ publicado em 1961, sua preocupação central era com a ausência de flexibilidade do sistema econômico internacional, baseado em taxas de câmbio fixas e caracterizado pela rigidez de preços e salários. A consequência de um sistema organizado desta forma seria evitar que os processos de ajustamento atuassem na economia, o que geraria crises periódicas de balanço de pagamentos.

À época, o cerne do debate monetário era a questão de qual seria o regime cambial mais eficaz em evitar, ou ao menos minimizar, os desequilíbrios no balanço de pagamentos. As teorias desenvolvidas, no entanto, acabaram servindo de base para o estudo das integrações regionais, cujo conteúdo macroeconômico passou a ser discutido algum tempo depois. Cabe lembrar que Mundell expôs suas ideias críticas ao regime de taxas de câmbio fixas² quando o sistema de Bretton Woods encontrava-se em pleno funcionamento.³

¹ Robert Mundell recebeu, no ano de 1999, o prêmio Nobel de economia, em grande medida por seu trabalho sobre uniões monetárias.

² Segundo o próprio autor, as primeiras ideias acerca do que viria a constituir a teoria da AMO surgiram em meados da década de 1950, a partir da convicção de seu orientador de tese, James Meade, na defesa das taxas de câmbio flexíveis. Meade havia sugerido aos signatários do Tratado de Roma (1957), que deixassem suas taxas de câmbio flutuarem, como forma de alcançar o equilíbrio do balanço de pagamentos (MUNDELL, 1996, p. 29)

³ Os chamados acordos de Bretton Woods foram o resultado de uma conferência monetária internacional, realizada em 1944, com a finalidade de se assegurar a estabilidade monetária internacional, sobretudo, por meio da manutenção de taxas de câmbio fixas. Os acordos previam

Um arranjo baseado em taxas de câmbio flexíveis entre os países, por outro lado, apesar de ser mais efetivo para ajustar desequilíbrios externos e domésticos, demandaria, segundo Mundell, uma redefinição da base geográfica das moedas. A não coincidência entre regiões produtivas e Estados – sob um regime de taxas de câmbio flexíveis, que permite alcançar o equilíbrio no balanço de pagamentos – não lograria estabilizar simultaneamente inflação e nível de emprego.⁴

O autor questiona se a flutuação de todas as moedas entre si constituiria um arranjo desejável. Para responder, Mundell propõe colocar a questão de outra forma. Primeiro, define-se área monetária como o domínio dentro do qual as taxas de câmbio são fixas. Em seguida pergunta-se: qual o domínio apropriado para uma área monetária?

A forma pela qual se decidiria se uma área geográfica deveria adotar câmbio fixo ou, até mesmo, uma moeda única seria, então, verificar se a mesma constituiria uma AMO. Para Mundell, o principal fator a ser considerado seria a mobilidade da força de trabalho, dada a rigidez dos salários nominais, que substituiria a taxa de câmbio como instrumento de ajuste. Por esse motivos, as AMOs deveriam caracterizar-se por extensiva mobilidade do trabalho em determinada área geográfica.

Os principais termos definidos por Mundell são “otimalidade” e região econômica. O primeiro se refere à condição do mercado de trabalho: se determinado regime cambial, fixo ou flutuante, logra manter o equilíbrio externo sem causar desemprego (ou inflação de demanda), o regime é ótimo.

Já a sua definição de região econômica é, segundo Kenen (1969), funcional e refere-se a um conjunto homogêneo de produtores, que utilizam a mesma tecnologia, deparam-se com a mesma curva de demanda e sofrem e prosperam igualmente face às mudanças.⁵

também a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD).

⁴ “Today, if the case for flexible exchange rates is a strong one, it is, in logic, a case for flexible rates based on regional currencies, not on national currencies. The optimum currency area is that region” (MUNDELL, 1961, p. 556)

⁵ Note como Mundell (1961) caracteriza as regiões, para além das fronteiras políticas, em seu exemplo: “(...) Suppose that the world consists of two countries, Canada and the United States, each of which

Mundell salienta que as moedas são, sobretudo, uma expressão da soberania nacional dos Estados e que, por essa razão, a reorganização entre moedas nacionais requereria mudanças políticas profundas (1961, p. 661). A Europa Ocidental, à época do Mercado Comum, seria uma candidata factível a formar uma área monetária ótima, pois estaria em processo de formação de uma organização política.⁶

2.2 – Principais desenvolvimentos no paradigma teórico das AMOs em sua primeira fase

Além de Mundell, dois outros autores contribuíram para aprofundar o conceito de AMO, ainda na década de 1960: Ronald McKinnon e Peter Kenen.

Mckinnon (1963) incorpora o critério de abertura econômica, conforme definido a seguir, ao conceito de AMO: *“the ratio of tradable to non-tradable goods, on the problem of reconciling external and internal balance, emphasizing the need for internal price-level stability”* (MCKINNON, 1963, p. 717).⁷

O termo “ótima” é utilizado pelo autor para descrever uma área monetária em que as políticas fiscais e monetárias, bem como taxas de câmbio flexíveis possam ser utilizadas de forma a gerar a melhor combinação entre três objetivos: (i) pleno-emprego; (ii) equilíbrio das contas externas e (iii) estabilidade interna do nível médio

has separate currencies, also assume that the continent is divided into two regions which do not correspond to national boundaries – the East which produces goods like cars, and the West, which produces goods like lumber products” (p. 659)

⁶ Mundell cita também as áreas formadas por ex-colônias como potenciais áreas monetárias ótimas.

⁷ O autor baseia a distinção entre bens *“tradable”* e *“non-tradable”* na descrição de Harrod (1957). Nesta, o autor estabelece como diferença física, entre as duas classes de bens, os custos de transporte envolvidos no comércio. Segundo Mckinnon: *“By tradable goods we mean: (1) exportables, which are those goods produced domestically and, in part, exportable; (2) importables, which are both produced domestically and imported. The excess of exportable produced over exports will depend directly on the amount of domestic consumption, which is likely to be small when exportable production is heavily specialized in few goods. Similarly, the excess of importable consumed over imports will depend on the specialized nature of imports. Therefore, the value of exportables produced need not be the same as the value of importables consumed, even in the case of balanced trade where the value of imports and exports are equal”* (1963, p. 718)

de preços.⁸ Ainda, a estabilidade de preços seria garantidora de uma alocação eficiente de recursos, o que seria, em si, expressão de uma moeda estável.⁹

Mckinnon considera a extensão ótima de uma área monetária em termos de sua dimensão e estrutura. A ideia é mostrar de que forma a razão entre bens comercializáveis e não-comercializáveis influencia na promoção de alterações nos recursos entre as várias indústrias.

Em resumo, um elevado grau de abertura comercial leva à redução da eficácia de uma política monetária autônoma e à limitação da utilidade de alterações das taxas de câmbio como meio para restabelecer a competitividade. Isso ocorre porque, neste caso, as desvalorizações cambiais são rapidamente absorvidas pelos preços domésticos. Dessa forma, a economia encontra-se mais exposta a variações de preços domésticos decorrentes da volatilidade do câmbio.

Kenen (1969) adiciona um novo elemento que teria influência na determinação das AMOs. A justificativa para se buscar outros critérios é o fato de que a alta mobilidade do trabalho raramente é observada. Segundo o autor, o grau de diversificação produtiva seria um parâmetro importante a ser considerado.

A ideia é que quanto mais especializados forem os componentes de um grupo de países ou regiões, maior é a probabilidade de que choques externos tenham efeitos assimétricos.¹⁰ Contrariamente, com a diversificação da pauta produtiva, alterações significativas nos termos de troca são evitadas, reduzindo-se a possibilidade de uma alteração posterior na taxa de câmbio. As diferentes regiões de uma área monetária deveriam, portanto, produzir cestas similares de bens.¹¹

⁸ O autor salienta que, muitas vezes, estes objetivos são conflituosos entre si. O conflito entre manutenção do pleno emprego e do equilíbrio nos pagamentos internacionais, por exemplo, é analisado por Meade (1951).

⁹ Este argumento será retomado na década de 1970, por Harbeler, com base na constatação de que a formação de áreas monetárias ótimas seria favorecida por diferenciais de inflação menos expressivos.

¹⁰ *“From the stand point of the external balance, taken by itself, economic diversification, reflected in export diversification serves ex ante, to forestall the need for frequent changes in the terms of trade and, therefore, for frequent changes in national exchange rates (...) Ex post, it serves to minimize the damage done when averaging is incomplete”* (KENEN, 1969, p. 49)

¹¹ O critério trazido por Kenen à discussão sofreu críticas. Gros & Steinherr (1997), por exemplo, questionam se a abertura seria, em si, um elemento determinante. Os autores afirmam que uma economia bastante aberta e com uma estrutura exportadora muito distinta da estrutura de seus

Kenen defende, também, que as regiões econômicas não devem prescindir de um sistema fiscal robusto, para lidar com possíveis desequilíbrios, tema que será mais detalhado na seção 2.4:

Furthermore, fixed-rate countries must be armed with a wide array of budgetary policies to deal with the stubborn “pockets of unemployment” that are certain to arise from export fluctuations combined with an imperfectly mobility of labor (1969, p. 54)

Entre os três autores supracitados, há convergência em torno da ideia de que, na definição de uma AMO, deve-se buscar critérios que minimizem o papel da política monetária e que, por conseguinte, reduzam os custos de se abrir mão da mesma.¹²

Mais tarde, no entanto, surgiram novas qualificações à noção clássica de AMO, sobretudo por se focar nos benefícios de sua formação. Um ponto central levantado pelos novos estudos era que os autores clássicos não lograram demonstrar, de forma satisfatória, a diferença entre uma área monetária baseada em taxas de câmbio fixas ou em uma moeda comum.

Os primeiros desenvolvimentos teóricos do paradigma das AMOs ficaram conhecidos, posteriormente, como “*early OCA theory*”, para contrastar com as contribuições posteriores, sobretudo da década de 1990, chamadas de “*new OCA theory*”. Os principais critérios que caracterizam as AMOs, de acordo com a primeira fase da teoria estão elencados, no anexo 1.

Segundo Mongelli (2008), o paradigma das AMOs sofreu diversas críticas direcionadas, sobretudo, à fragilidade da teoria. Robson (1987) aponta para o fato de que grande parte das propriedades das AMOs seriam de difícil mensuração.

principais parceiros comerciais potenciais, em uma união monetária, perderia muito mais por abrir mão do instrumento cambial, do que uma economia fechada com uma estrutura exportadora similar. Os autores criticam o consenso que foi formado em torno do argumento da abertura econômica: “*The brief discussion of the net costs/benefits of fixing the exchange rate indicate that openness could either be irrelevant or enhance the balance between costs and benefits, whether it be positive or negative. Hence, it should no longer be accepted uncritically that net costs are strictly decreasing with openness as is usually assumed*” (GROS & STEINHERR, 1997, p. 71)

¹² Um resumo esquemático dos principais critérios das AMOs, nesta primeira fase da teoria encontram-se no anexo 1

Igualmente, seria difícil avaliar os critérios uns contra os outros, o que poderia levar a diferentes “bordas” para as AMOs, segundo os diferentes critérios.¹³

Outro problema levantado pela crítica é o fato de que a primeira fase da teoria das AMOs estava baseada em um quadro analítico de estabilização de matriz keynesiana. Isso significa que havia o pressuposto de que, ao menos no curto prazo, a política monetária poderia ser um instrumento eficaz para ajustar preços e salários relativos no caso de alguns tipos de choques idiossincráticos.

A crítica foi reforçada pela revolução que se operou na Ciência Econômica, na década de 1970, trazida pela hipótese das expectativas racionais, a crítica monetarista e a literatura sobre a ineficácia da política monetária e seu viés inflacionário (MONGELLI, 2008, p. 9). Ao se minimizar a eficácia dos instrumentos de política monetária, a questão dos custos de se abrir mão dos mesmos passa a ser negligenciável.

Em termos mais gerais, a discussão sobre custos e benefícios de se compartilhar uma moeda única foi apontada por diversos autores como incompleta e, na melhor das hipóteses, vaga. Tal situação levou a uma queda de importância da teoria.

2.3 – Desenvolvimentos posteriores do paradigma: a “nova AMO”

Como já mencionado, a teoria das AMOs passou a ser revisitada em meados da década de 1980. A razão do interesse renovado na teoria, após alguns anos de negligência, foi justamente o início das discussões sobre a forma como se daria uma possível união monetária entre os países membros da então Comunidade Europeia.

Além disso, o avanço nas técnicas de econometria permitiram sustentar melhor os estudos empíricos sobre as propriedades das AMOs. A futura União Monetária

¹³ Tavlas (1994) refere-se a esta questão como “o problema da inconclusão”, afirmando que as propriedades da AMO podem apontar para diferentes direções: “(...) for example, a country might be quite open in terms of reciprocal trade with a group of partner countries indicating that a fixed exchange rate regime is preferable, or even monetary integration, with its main trading partner. However, the same country might display a low mobility of factors of production, including labor, vis-à-vis these trading partners, suggesting instead that a flexible exchange rate arrangement might be desirable” (MONGELLI, 2008, p. 7).

Europeia (UME) traria consigo uma importante provisão de dados empíricos a serem observados pelos teóricos. Os analistas passaram a pesquisar se candidatos à UME cumpriam os critérios estabelecidos pela teoria.

A partir dessa tentativa de operacionalização da teoria das AMOs, duas “meta-propriedades” surgiram. Tratam-se de critérios que abarcam as interações entre os demais. Um deles é a similaridade de choques e de políticas de acomodação dos mesmos:¹⁴

The intuition is that if the incidence of supply and demand shocks and the speed with which the economy adjusts – taking into consideration also the policy responses – are similar across partner countries, then the need for the policy autonomy is reduced and the cost of losing direct control over the nominal exchange rate falls (Ibid, 2008, p. 9).

Outra meta-propriedade das AMOs foi fornecida pelos estudos no âmbito do “mecanismo monetário de transmissão”. Os estudos comparam as estruturas financeiras dos países europeus, atentado para suas similitudes e diferenças.

Os resultados encontrados apontam na direção de diferenças significantes entre os países em termos da sensibilidade da taxa de juros em relação ao gasto, da estrutura de maturação da dívida, da riqueza líquida das famílias e firmas, da estrutura legal, dos custos contratuais, do canal de empréstimos intra-bancário e das alternativas ao financiamento via bancos.¹⁵

A partir de meados da década de 1990, a ideia das meta-propriedades evoluiu para a noção de “endogeneidade das AMOs”, que relançou a teoria. Andrew Rose e Jeffrey Frankel (1997; 1998) analisaram uniões monetárias historicamente e concluíram que a integração monetária gera um aumento significativo das trocas entre os países-membros da união. Os autores focam na observação de que padrões de comércio e correlação de nível de renda entre os países constituem variáveis endógenas no

¹⁴ As principais referências neste tema são Bayoumi & Eichengreen (1996), Masson & Taylor (1993) e Alesina, Barro & Tenreyro (2002), citadas em Mongelli (2008)

¹⁵ Quanto a esta meta-propriedade, as principais referências são Angeloni, Kashyap, Mojon & Terlizzese (2001) e Angeloni & Ehrmann (2003), ambas citadas em Mongelli (2008)

sentido de que não são invariáveis em relação ao grau de integração monetária entre os países considerados.¹⁶

Essa nova perspectiva trazia uma implicação prática bastante direta, notadamente, no âmbito da União Monetária Europeia: o lançamento da moeda única poderia tornar a união uma AMO, mesmo que antes ela não preenchesse os critérios da teoria. Segundo Frankel & Rose (1997): “*A country could fail the OCA criteria for membership today, and yet, if it goes ahead and joins anyway, could, as the result of joining, satisfy the OCA criteria in the future*” (p. 67)

A introdução de uma moeda comum agiria nas forças de mercado de diversas formas: reduzindo os custos de transação, eliminando o risco cambial e o custo de compensações monetárias, diminuindo os custos de informação, melhorando a transparência nos preços e estimulando a competitividade.

No entanto, as vantagens não permanecem restritas ao âmbito do mercado. A união monetária pode estimular, também, um compromisso mais profundo entre os membros. Poderia, inclusive, encorajar formas de integração política.

A hipótese da endogeneidade teve um papel fundamental, sobretudo, na adesão de novos membros à zona do Euro. A visão de que a introdução da moeda única europeia seria um importante passo para fomentar a integração ganhou terreno, em detrimento da ideia da necessidade reunir os critérios das AMOs antes da unificação monetária.

Ainda, a hipótese da endogeneidade traz implicações para a questão dos choques assimétricos e, portanto, para a necessidade de transferências fiscais. A ideia é que a moeda única, ao fomentar a integração, teria como consequência a diminuição da assimetria de resposta a choques adversos, reduzindo a necessidade de estabilização e minimizando o papel de uma possível centralização fiscal (ARTIS & ZHANG, 1999; MELITZ, 2004).

¹⁶ “*The econometric evidence they present is convincing: among industrial countries, there is a positive relationship between the intensity of their bilateral trade and the nature of their business cycles. Thus, if monetary integration expands trade relations, it will also result in more correlated business cycles; countries are therefore more likely to satisfy the optimum currency area criteria ex post rather than ex post*” (BLEJER, LAIDERMAN & RAZIN, 1997, p. 9)

Outra via de atuação da endogenia das AMOs seria o fomento da integração financeira, gerando mecanismos de acomodação de choques via mercado de capitais (SORESEN & YOSHA, 2003). Ainda, a introdução da moeda única poderia levar a uma maior flexibilidade do mercado de trabalho e da produção (BERTOLA & BOERI, 2004). Estes argumentos endogenistas apontam, portanto, no sentido de que a união monetária fomenta os instrumentos de ajuste, fazendo com que mecanismos de transferência de recursos sejam desnecessários. Na próxima seção, o debate em torno da necessidade de tais mecanismos será apresentado.

2.4 – A teoria das AMOs e o papel das transferências fiscais

Desde o início das discussões sobre a viabilidade da moeda única, a questão dos mecanismos de acomodação de choques assimétricos via transferências fiscais, uma vez perdido o ajuste via câmbio, estava colocada. Como visto, a crise da zona do Euro tem trazido esse debate à tona novamente.

Na primeira fase da teoria, a integração fiscal era um dos critérios que caracterizaria uma AMO (MUNDELL, 1961; KENEN, 1969).¹⁷ Ainda, os autores salientavam que, em caso de ausência dos principais critérios (mobilidade do trabalho e flexibilidade de preços), as transferências fiscais seriam uma solução. Viam-nas, portanto, como um possível substituto a ajustes via câmbio. As transferências poderiam ser realizadas via alteração de impostos ou de gastos:

Taxing the prospering region and giving the proceeds to the region in distress restores aggregate demand in the taxed region. The same result can be obtained by increasing central government spending in the depressed region and reducing it in the prospering region (VON HAGEN, 2007, p. 113)

As principais reflexões acerca dos temas fiscal e orçamentário, no contexto das uniões monetárias, se dão no campo teórico do chamado “federalismo fiscal”. Segundo Oates (1999), o termo “federalismo” tem, na Economia, um significado um pouco distinto

¹⁷ “In the light of the traditional theory of OCA, Kenen (1969) was one of the first authors to emphasize the role of fiscal policy in a monetary union as the main instrument to smooth asymmetric economic shocks. Since monetary and exchange rate policies will no longer be used autonomously by the different economies of the Union, fiscal policy will play the equilibrating role of regional differences in employment and income fluctuations” (PACHECO, 2000, p. 5)

daquele que normalmente se usa em Ciência Política. Neste último, o termo de refere ao sistema político, balizado por uma Constituição, que determina princípios e procedimentos para a divisão de competências entre os diversos níveis de poder. Na Economia, a questão central em torno do federalismo é a estruturação vertical do setor público (ALVES & AFONSO, 2007, p. 5).

O objetivo fundamental seria, portanto, encontrar a forma mais adequada de partilhar as responsabilidades e utilizar os respectivos instrumentos entre os diferentes níveis do governo de forma a otimizar sua performance. A ideia, no entanto, não é a defesa estrita da descentralização das competências, mas, segundo Oates (1998) “*identifying the institutional design that will best allow the public sector to respond to the variety of the demand aimed at it*” (apud ALVES & AFONSO, 2007, p. 5).

Não se tratará especificamente, neste trabalho, das teorias sobre o federalismo fiscal.¹⁸ Buscar-se-ão, no entanto, algumas referências em autores da área, sobretudo, naqueles que tratam do tema da transferência fiscal em sintonia com a teoria das AMOs.¹⁹ Em linhas gerais, os autores defendem um aprofundamento do federalismo fiscal, como forma de fortalecer as uniões monetárias, sobretudo, na ausência dos demais elementos que caracterizariam uma AMO.

Pode-se afirmar que, no contexto de uniões monetárias, as políticas fiscais, em nível federal, almejam reduzir as disparidades regionais e assegurar os Estados-membros contra choques adversos, por meio de redistribuição da demanda agregada entre as regiões. Em ambos os casos, ressalta-se a importância de um orçamento central significativo e da possibilidade de se operar transferências fiscais a partir do mesmo.

O foco deste trabalho recai sobre o papel das transferências fiscais como mecanismo de acomodação de choques. A função das políticas de estabilização fiscal na

¹⁸ Ver Oates (1998) e Musgrave (1989)

¹⁹ A origem da teoria do federalismo pode, inclusive, ser associada aos primeiros autores da teoria da AMO como Mundell e Kenen: “*The discussion dates back to theoretical works of Optimum Currency Area in Mundell (1961) and Kenen (1969), where they emphasized the role of fiscal institutions that can provide insurance against asymmetric shocks*” (KIM, 2012, p. 2)

economia, no contexto de uniões monetárias,²⁰ já foi extensivamente tratada na literatura acadêmica, remontando inclusive ao artigo seminal de Mundell (1961).

A ideia principal que está por trás da necessidade de políticas de estabilização é a de “compartilhamento de riscos regionais” (*risk sharing*). Segundo von Hagen (2007), há duas perspectivas por meio das quais pode-se apreender tal noção. A primeira vem da literatura sobre finanças públicas, que considera o compartilhamento de riscos entre consumidores de diferentes regiões como um caso de suavização do consumo (*consumption smoothing*). A preocupação central é determinar em que medida os mecanismos fiscais podem auxiliar os governos sub-nacionais na diversificação dos riscos, relacionados à renda, específicos de cada região.²¹

A segunda perspectiva, que converge com este trabalho, é a que decorre da teoria das AMOs. A atenção se volta para os mecanismos de transferência intergovernamentais como alternativa ao regime de taxas de câmbio flexíveis, bem como a outros mecanismos de mercado, na estabilização regional dos níveis de produto e emprego. Segundo o autor: “*It seeks to determine the extent to which fiscal mechanisms can contribute to smoothing cyclical movements resulting from region-specific shocks to output demand and supply*” (VON HAGEN, 2007, p. 109).

Ressalta-se que, dada a perda do instrumento monetário como mecanismo de ajuste contra choques, a teoria das AMOs advoga para a necessidade de instrumentos alternativos, que podem ser mercadológicos ou institucionais. Os mecanismos de mercado (*market-based mechanisms*) referem-se à flexibilidade de preços e à

²⁰ Há também, no contexto de Estados-nacionais organizados em Federações a ideia de que a partilha de riscos, provida pela equalização fiscal é uma forma de tratar todos os cidadãos de forma equânime: *In federal states, regional risk sharing is often provided by explicit mechanisms of fiscal equalization that provide for transfers between the constituent states of the federation. In Canada and Germany, for example, prominent examples of federations with horizontal equalization, tax revenues are shared by the constituent states of the federation. The Canadian equalization system aims at reducing differences in the Standards of living across Canadian provinces by compensating poorer provinces for their less prosperous tax bases. According to Canadian legal tradition, equalization is an outflow of the principle of equality of all citizens before law. The German equalization system, or Länderfinanzausgleich, has its constitutional justification in the principle that citizens should not be treated differently by government simply because they live in different parts of the federation. In Australia, a prominent example of vertical fiscal equalization, the central government provides grants to constituent states based on their fiscal needs*” (VON HAGEN, 2007, p.108)

²¹ O autor cita como exemplos desta abordagem: Asdrubali, Sorensen & Yosha, 1996; Atkeson & Bayomi, 1993; Athanasoulis & van Wincoop, 1998; Boadway, 2004; Bucovestky, 1998 e van Wincoop, 1995 (VON HAGEN, 2007 p. 109)

mobilidade de mão de obra e de capitais. Já os mecanismos institucionais seriam as transferências operadas a partir de um orçamento central.

Ainda, as transferências institucionais podem atender a três propósitos distintos: (i) estabilização, que está associada a uma espécie de seguro contra os choques; (ii) redistribuição, pelo qual a ação da autoridade realoca recursos entre as regiões e (iii) reformas estruturais, cujo objetivo é amenizar a própria assimetria de resposta das diferentes regiões aos choques. A distinção entre os propósitos i e ii é fundamental para se depreender os resultados das análises empíricas.²²

O foco da discussão, neste caso, é a função estabilizadora dos mecanismos de transferência fiscal no contexto de uniões monetárias e a sua necessidade frente aos chamados mecanismos de mercado.

A questão da necessidade destas transferências anti-choques nas uniões monetárias, entretanto, constitui um tema controverso na literatura. Segundo Von Hagen & Eichengreen (1996): *“Whether monetary unification requires fiscal federalism to provide interregional transfers in response to shocks once independent exchange rate and monetary policies are forgone remains a contested issue”* (p. 136).

As principais contestações à necessidade de estabilizadores fiscais argumentam, principalmente, em dois sentidos. O primeiro baseia-se na defesa dos mecanismos de mercado como estabilizadores macroeconômicos, o que dispensaria a construção de dispositivos centrais de transferências contra choques. Assim, mesmo na ausência de flexibilidade de preços e de mobilidade da mão de obra, os fluxos de capitais privados poderiam cumprir a função estabilizadora (SORESEN & YOSHA, 2003).

O segundo, que também é levado em conta pelos defensores dos estabilizadores, relaciona-se com a questão do “risco moral” envolvido na operação destes mecanismos. Tal risco está associado à situação na qual uma autoridade regional ou local contrai uma dívida muito alta, na expectativa de que será assistida por fundos

²² *“The stabilization role of federal fiscal flows measures the impact of the federal fiscal system in response to temporary deviations in income from an underlying growth path, as opposed to redistribution, which involves flows associated with long-term income differentials”* (Bayoumi & Masson, 1992, p. 46).

centrais. Belke & Gros (1998) argumentam contrariamente a um mecanismo de absorção de choques para o caso europeu, pois a formalização desse sistema poderia levar os países a se exporem mais a riscos.²³

Há, no entanto, autores que defendem a necessidade da implementação de tais mecanismos. Sua preocupação central era justamente a implementação das diretrizes acordadas em Maastricht, notadamente o desenho institucional do Euro. Dentre estes, têm-se Sachs & Sala-i-Martin (1991), Italianer & Pisani-Ferry (1994), Bayoumi & Masson (1995), Von Hagen & Eichengreen (1996) e Goodhart (1998). A ideia básica é que, na ausência dos critérios das AMOs, a autoridade central deve ser capaz de transferir recursos pra as regiões adversamente afetadas por choques, da mesma forma que acontece em países federativos como Estados Unidos e Canadá.

Estes trabalhos, desenvolvidos na década de 1990, apresentam evidências empíricas para sustentar a necessidade de um sistema fiscal federal na UE, atentando para seu papel como garantidor contra choques. Os estudos examinam as uniões monetárias existentes e, em geral, encontram resultados que comprovam um alto efeito estabilizador dos sistemas federais de taxaço e transferências. Outros trabalhos minimizam este efeito a partir de resultados empíricos distintos (VON HAGEN, 1992; OBSTFELD & PERI, 1998; FATÁS, 1998).²⁴

Sachs & Sala-i-Martin (1992) qualificam o debate acerca da constituição da moeda única europeia buscando subsídios no sistema federal americano.²⁵ Os autores partem

²³ Para mais discussões sobre o problema do risco moral, ver Fatás (1998), Wyploz (1991) e Goodhart & Smith (1993). Estes últimos sugerem que o escopo do risco moral poderia ser reduzido, na existência de transferências fiscais, caso se assegurasse que as mesmas seriam temporárias.

²⁴ Von Hagen (2007) detalha as diferentes estimativas realizadas por vários autores, e conclui, para o caso americano: “*In sum, the empirical studies of the 1990s confirms that the federal fiscal system in the United States provides significant regional insurance . Although there is a disagreement about the magnitude of the effect, the evidence suggests that it is much smaller than the redistributive effect of the federal fiscal system*”. No caso de outros países: “(...) *the empirical evidence shows that regional insurance is a significant part of the fiscal system in federal and unitary states. But the size of the insurance varies greatly across countries*” (p. 123). No anexo 2 é apresentada uma tabela que resume os principais resultados empíricos encontrados pelos autores.

²⁵ Os autores atentam para o fato de que, mesmo constituindo um país, os Estados Unidos não estão isentos de choques inter-regionais que acarretam mudanças importantes nas taxas de câmbio reais entre as regiões. Devido ao fato de não existir informação sobre conta corrente entre os estados, há a tendência de não se associar a situação americana com os problemas de economia aberta, que requerem movimentos substanciais nas taxas de câmbio reais. O cálculo da transferência fiscal nos EUA, realizado pelos autores, segue: “*In the United States, for example, Sala-i-Martin and Sachs (1992) estimated that a \$1 fall in income in a particular state brought roughly a 34-cent decline in federal*

da constatação de que o funcionamento do sistema cambial intra-americano baseia-se na existência de uma autoridade central que assegura os estados contra possíveis choques regionais.

Os autores, no entanto, argumentam que este bom funcionamento ultrapassa os mecanismos usualmente descritos, tais como desvalorizações ou mobilidade do trabalho.²⁶ A forma pela qual se pode lograr manter um sistema de taxas de câmbio fixas sem grandes desbalanceamentos reais na economia seria um sistema de redistribuição de renda das regiões que sofrem choques favoráveis para aquelas atingidas desfavoravelmente

Realizando o mesmo tipo de exercício analítico de Mundell (1961), os autores defendem que é possível fazer face a choques, sem alterar os preços relativos da economia, por meio de alterações nos impostos e redistribuição:

After a permanent taste shock like the one proposed by Mundell, we can be closer to full employment without changing the nominal ER or the nominal prices if we tax region B sufficiently and give the proceeds to region A (or reduce tax in A). This will, under some reasonable assumptions about relative demands increase demand for good "a" and reduce demand for "b" at the initial relative prices. The tax and transfer policy will mitigate (although not completely eliminate) the initial regional imbalance (SACHS & SALA-I-MARTIN, 1991, p. 6)

Ainda, o mecanismo se tornaria automático, em se tratando de um imposto proporcional sobre a renda, pois funcionaria justamente como um sistema de transferência, que ajudaria a manter as paridades cambiais.

Pode-se dizer que os autores alertam para o problema da inexistência de uma autoridade fiscal central na UME tal como fora desenhado em Maastricht. Este tema foi explorado por diversos autores antes mesmo da implementação do Euro.

taxes by residents of that state, combined with a 6-cent increase in federal fiscal transfers: i.e. 40% of the fall in income was automatically offset through the Federal Budget" (PATTERSON & AMATI, 1998, p. 29).

²⁶ Há, de acordo com os autores, evidências de que a mobilidade do trabalho nos Estados Unidos não seria tão significativa quanto de poderia imaginar: *"In a related study Barro and Sala-i-Martin (1991) found that, caeteris paribus, an increase in a state per capita personal income by 1% raises net migration only by enough to raise the state's population growth rate by .026% per year. This slow adjustment through net migration means that population densities do not adjust rapidly to differences in per capita income adjusted for amenities" (SACHS & SALA-I-MARTIN, 1991, p. 4)*

Uma crítica feita à modelagem de Sachs & Sala-i-Martin (1992) é a não diferenciação entre efeitos redistributivos e estabilizadores das transferências fiscais (VON HAGEN, 1992). O autor encontra resultados distintos, uma vez incorporada a diferenciação entre os efeitos nos cálculos. Isolado, o efeito estabilizador das transferências acomodaria em torno de 10% do distúrbio causado por determinado choque adverso.

Bayoumi & Masson (1997),²⁷ analisando os casos dos Estados Unidos e do Canadá, defendem que a autoridade central de uma união monetária deve ter um papel importante como estabilizador fiscal. De acordo com os autores, na ausência de flexibilidade monetária – que advém de diferentes moedas nacionais separadas – a mobilidade do trabalho, flexibilidade de salários e os estabilizadores fiscais representam importantes meios potenciais de se reduzir o impacto de distúrbios idiossincráticos cíclicos.

Os autores alertam, no entanto, para o fato de que, no debate sobre o papel dos estabilizadores fiscais, pós lançamento da UME, o tamanho apropriado²⁸ destes estabilizadores não constituiu um tema central.

Seus argumentos baseiam-se na noção de equivalência ricardiana, ou seja, o setor privado desconta expectativas de aumentos futuros de impostos, quando se observa uma dívida pública crescente, anulando os efeitos do aumento dos gastos do governo.

O uso de estabilizadores federais seria mais eficiente do que o uso de instrumentos nacionais porque as ações locais são mais passíveis de serem contrabalanceadas pelo setor privado. Isso acontece porque a estabilização via governo federal se dará sobre diversas regiões, as quais experimentam diferentes distúrbios. Isso faz com que não haja expectativa generalizada de aumento dos passivos futuros. A recomendação dos autores vai, portanto, na direção de fortalecer a política fiscal à escala da união.

²⁷ Os autores chegaram ao resultado de que as transferências fiscais acomodariam choques nas proporções de 31% para o efeito estabilização e de 22% para efeito redistribuição, nos Estados Unidos.

²⁸ Na usual comparação com o volume de transferência fiscal nos Estados Unidos, os autores mostram estimações para este país: “*Empirical estimates of the size of federal fiscal stabilizers within the United States and other countries generally find them to be significant – with fiscal flows offsetting as much as 20-30 percent of the initial reduction in income*” (BAYOUMI & MASSON, 1997, p. 97)

Italianer & Pisany-Ferrer (1994) também argumentam que as imperfeições de mercado da UE devem ser contornadas por meio de um orçamento federal, que asseguraria aos Estados-membros transferências líquidas, em caso de choques adversos.

Goodhart (1998) alertava, pouco antes de o euro entrar em vigor como moeda escriturária, para o “divórcio” entre as autoridades monetária e fiscal, que se daria no contexto do lançamento da moeda única, de acordo com as diretrizes de Maastricht: *“What is remarkable, and virtually unique, about the proposed move to EMU and the euro is that it will be done without an accompanying federalization of governmental and fiscal functions”* (GOODHART, 1998, 92).²⁹ Neste contexto de “descasamento”, Goodhart afirma que a posição de mercado da dívida soberana dos países-membros poderia enfraquecer-se.

Von Hagen & Eichengreen (1996) atentam para o problema da ausência de mecanismos de estabilização fiscal combinada com restrições fiscais, justamente como é o caso do desenho de Maastricht.

De acordo com os autores, quanto maior for a restrição ao endividamento dos governos sub-nacionais, maior também será a pressão sobre a autoridade central para que esta proveja mecanismos de estabilização por meio de um sistema fiscal federal. Isso porque restrições muito importantes ao endividamento dos governos não permitem que os mesmos disponham daqueles mecanismos por sua própria conta.

Government borrowing is a way to distribute transitory shocks over time; restricting this option creates a second-best argument and political pressure to provide this smoothing function instead through the central government budget. Moreover, sub-central governments will still want to undertake public investment projects; if their borrowing is constrained, they will press the central government to do the borrowing for them. (VON HAGEN & EICHENGREEN, 1996, p. 136).

²⁹ A base do argumento parte da doutrina monetária. Segundo o autor, a visão de moeda que está incutida na teoria da AMO está baseada na ideia de que o valor da moeda depende do valor intrínseco de seu lastro. A esta visão, se opõe a de que o valor monetário baseia-se no poder da autoridade emissora, associado, portanto, a condições de soberania nacional.

A importância das transferências aumenta, portanto, quando há restrição das políticas fiscais nacionais.³⁰ A justificativa para a restrição é que os Estados-membros devem evitar endividamentos e déficits excessivos para que a moeda comum não se desestabilize.

Se o déficit excessivo causar uma crise de dívida, o BCE sofrerá pressão para assistir o governo em questão. O auxílio pode ser *ex post*, se o BCE monetizar a dívida, ou *ex ante*, se o BCE mantém a taxa de juros baixa para amenizar o peso do serviço da dívida. Em ambos os casos, haveria pressão inflacionária, o que dificultaria a situação do BCE (*Ibid*, p. 134).³¹

Algumas análises, ainda na década de 1990, buscaram qualificar melhor o debate sobre a necessidade de transferências fiscais. O ponto de partida empírico é a minimização dos efeitos estabilizadores das transferências no caso de referência dos estudos anteriores, os Estados Unidos.

Obstfeld & Peri (1998) colocam a seguinte questão: “*How will members of Europe’s economic and monetary union adjust to asymmetric shocks after the single currency is in place*” (p. 1). Os autores revisam a literatura supracitada e tecem algumas ressalvas às transferências fiscais. O principal problema levantado é que o processo de ajuste via transferências pode se tornar lento e, em casos extremos, induzir à dependência em relação aos fluxos fiscais.

Fatás (1998) também aponta ressalvas nesta linha. O autor, referindo-se aos estudos supracitados, defende que “*(...) the benefits associated with the creation of a European fiscal federation are much smaller than previously thought*” (p. 74). O argumento é que, apesar do propósito das transferências ser o compartilhamento de riscos, tal arranjo pode resultar em fluxos permanentes.

³⁰ Como se verá, no próximo capítulo, restrições às políticas fiscais nacionais constituem um importante critério de admissão e de permanência dos países da zona do euro.

³¹ Os autores questionam a necessidade de se restringir a política monetária para manter a moeda de uma união estável, sob o argumento de que tais restrições não prevalecem nas uniões monetária existentes: “*The Belgium-Luxembourg monetary union imposes no borrowing limits on its members. In the East Caribbean Currency Area and the West and Central African Monetary Unions, limits exist on governments’ ability to borrow from the central bank, but not on borrowing from other sources. (...) In sum, fiscal restraints are the exception rather than the rule in monetary unions*” (VON HAGEN & EICHENGREEN, 1996, p. 134).

As análises e recomendações do primeiro grupo de autores estariam, portanto, na contra-mão da abordagem que os países-membros da UE decidiram adotar, com muitos entre eles resistindo a qualquer movimento em direção ao federalismo no nível fiscal. Assim, a função de estabilização fiscal permaneceu a cargo dos Estados-nacionais, o que, como salientam os autores, pode comprometer a pretendida manutenção da estabilidade.

Ao mesmo tempo, as análises dialogam estreitamente com a teoria das AMOs, no sentido de colocar a questão das transferências fiscais – enquanto mecanismo de estabilização macroeconômica – como central para o funcionamento da união monetária, uma vez observada a ausência dos demais critérios que faria daquela uma AMO.

Viu-se também que há vozes contrárias à necessidade de transferências fiscais para fins de estabilização, sendo que, o principal argumento é o do “risco moral” envolvido em tal arranjo. Nesse caso, defende-se maior desenvolvimento dos mecanismos de mercado para operar os ajustes necessários. Como será visto no próximo capítulo, a estratégia escolhida em Maastricht, e reafirmada com o Pacto de Estabilização e Crescimento, foi impor importantes restrições fiscais aos países, sob a hipótese de que, mantidas as contas nacionais sãs, os governos nacionais teriam folga orçamentária para utilizar mecanismos de estabilização ao nível local.

3. Integração Monetária Europeia e a Questão da Estabilização Fiscal

As discussões acerca da unificação monetária entre os países europeus remontam às primeiras iniciativas sobre a própria integração europeia. O debate avançou ao longo das décadas, mas uma decisão definitiva foi tomada apenas no início dos anos 1990.

O mais importante marco da integração monetária, o Tratado de Maastricht, assinado em fevereiro de 1992, transformou a Comunidade Europeia em União Europeia. O acordo previa, entre outras disposições, a introdução de uma moeda única, o Euro, bem como critérios de convergência macroeconômica para que a sua operação fosse viabilizada.

Um ponto central do Tratado é a manutenção da autonomia das políticas fiscais dos Estados. São previstas, no entanto, restrições ao déficit público e à dívida pública, por meio da adoção de regras fiscais e da coordenação das políticas fiscais nacionais. Assim, não se contemplou no Tratado qualquer possibilidade de se transferir prerrogativas fiscais dos Estados para o âmbito supra-nacional.

Como se verá, apesar da centralidade da teoria das AMOs nas discussões sobre integração monetária, sua relevância enquanto instrumento adequado para avaliar a possibilidade de integração variou ao longo do tempo.

3.1 – Principais marcos da integração monetária europeia (1950-1991)

Nesta seção será apresentado um breve histórico da integração monetária,³² atentando-se para seus principais marcos temporais. Estão também elencados os principais documentos oficiais que trataram do tema das transferências fiscais enquanto mecanismo necessário para o funcionamento da união monetária.

O início da cooperação monetária intra-europeia data do pós-guerra, com a formação da União Europeia de Pagamentos (UEP). A UEP foi um acordo regional, assinado em 1950, cujo principal objetivo era facilitar os pagamentos entre os países europeus

³² Os principais passos da integração monetária europeia estão apresentados, de forma esquemática, no anexo 3.

dada a escassez de dólares que se observava na época.³³ A União teve fim em 1958, quando a conversibilidade entre as moedas europeias e destas com o dólar foi restaurada.

Uma vez restaurada a conversibilidade entre as moedas nacionais, são dados os primeiros passos formais que apontavam na direção do aprofundamento dos laços monetários entre os membros da Comunidade Econômica Europeia (CEE). O primeiro destes remonta à época do artigo seminal de Mundell, no início da década de 1960.

O Memorando Marjolin, emitido pela Comissão, em 1962, já trazia a discussão sobre uma moeda comum, entre outras formas de cooperação monetária entre os países. Salienta-se, no entanto, que, à época, a estabilidade das taxas de câmbio encontrava-se assegurada pelos Acordos de Bretton Woods. Não havia, desta forma, urgência de novos arranjos institucionais entre as moedas europeias.

Ao final dos anos 1960 e início dos 1970, importantes mudanças tiveram lugar no contexto internacional, sobretudo, devido ao acúmulo de déficits em conta corrente dos Estados Unidos e ao aumento das pressões inflacionárias em razão do primeiro choque do petróleo (1973).

Em 1970, foi publicado o Relatório Werner³⁴, uma proposta para se alcançar uma união econômica e monetária, segundo alguns estágios, até 1980. O Relatório Werner já tocava no tema das transferências fiscais como forma de equilibrar os balanços de pagamentos de países-membros de uniões monetárias (OBSTFELD & PERI, 1998, p. 32). A meta do relatório não foi atingida, sobretudo, devido ao baixo grau de integração que caracterizava a CEE.

³³ Para mais detalhes sobre a constituição e funcionamento da UEP ver Kaplan & Schleiminger (1989).

³⁴ O relatório prescrevia três elementos principais para a união monetária: **a.** *"Within the area of a monetary union, currencies must be fully and irreversibly convertible, fluctuation margins around exchange rates must be eliminated, par values irrevocably fixed, and capital movements completely free."* **b.** *"It is of primary importance that the main decisions regarding monetary policy be centralized, whether such decisions concern liquidity, interest rates, intervention on the exchange markets, management of reserves, or the fixing of currency parities vis-à-vis the rest of the world."* And **c.** *"Under such a system, national currencies could be maintained, or a single Community currency could be created. [...], but psychological and political factors weigh the scale in favor of adopting a single currency that would demonstrate the irreversible nature of the undertaking"* (apud Mondelli, 2008, p.10)

No ano seguinte, 1971, o sistema de Bretton Woods entra em colapso com o anúncio, pelo governo de Richard Nixon, do fim da paridade dólar-ouro. Os membros da CEE viram-se diante de tensões cambiais que poderiam ameaçar a união aduaneira e o mercado agrícola comum (MONGELLI, 2008, p. 13). Em 1972, na tentativa de organizar melhor as relações cambiais, foi criada a “Serpente Europeia”, que correspondia a uma flutuação conjunta das moedas europeias em relação ao dólar. Atingido por crises petrolíferas, divergências políticas e pela debilidade do dólar, o mecanismo perdeu a maioria dos seus membros no prazo de dois anos, reduzindo-se a pouco mais do que uma “zona do Marco”, que compreendia a Alemanha, a Dinamarca e o Benelux (Comissão Europeia, 2002)

O tema da centralização orçamentária, visando a acomodar choques adversos em regiões afetadas, foi abordado mais extensivamente no Relatório MacDougall³⁵, de 1977. O documento afirmava que o nível das finanças públicas compartilhadas entre os países-membros da CE era muito baixo, tanto para fins redistributivos, como para fins estabilizadores. A conclusão do relatório era que um projeto de união monetária na Europa seria prematuro, sem que um “orçamento comunitário” de 5-7% do PIB³⁶ dos países-membros fosse estabelecido.

O relatório considerava que um orçamento deste montante seria suficiente para permitir políticas fiscais anticíclicas, em nível europeu, bem como formas de redistribuição, para minimizar os diferenciais de renda entre os países (PATTERSON & AMATI, 1998, p. 55). Nos cálculos apresentados no relatório, em torno de 40% do efeito causado por um choque adverso poderia ser eliminado por meio de políticas de equalização e estabilização.

Dessa forma, as recomendações sinalizavam que, para uma união monetária operar sem grandes distúrbios, era necessário alto grau de centralização fiscal.³⁷ Nenhuma

³⁵ Relatório da Comissão Europeia

³⁶ Para um cenário pré-federativo, o nível do orçamento comunitário deveria ser de 2-2,5% do PIB da CE. O valor de 5-7% seria para o início de um estágio federativo, mas dispondo ainda de um setor público pequeno. No estágio final o valor deveria chegar a 25%.

³⁷ “*A Federation with these special characteristics would facilitate creation of a monetary union. Existing national federations enjoy such union internally, and its maintenance is powerfully assisted by the largely automatic equalizing and stabilizing interregional flows through the channels of federal finance*” (Relatório MacDougall p. 21)

das propostas especificadas no relatório foi implementada e as críticas³⁸ a ele fizeram com que a ideia de federalismo fiscal fosse abandonada, até o tema ser resgatado pelos autores referidos na seção 2. Segundo Masson (1996):

“The EU institutions to use fiscal policy for both stabilization and redistribution; its recommendations were never acted on, and there is strong opposition in a number of countries to the idea of a federal EU” (p. 1001)

Um importante marco do processo de integração monetária foi a constituição do Sistema Monetário Europeu, em março de 1979, que funcionou até o lançamento do Euro. Seu principal objetivo era reduzir os impactos negativos das desvalorizações cambiais e regular as alterações nas paridades. Seus elementos básicos eram: (i) a definição de uma unidade monetária europeia (*ECU*), como uma cesta de moedas; (ii) um “mecanismo de taxas de câmbio” (MTC), baseado no conceito de margens cambiais fixas, mas ajustáveis, com bandas de flutuação de 2,25% e 6%.³⁹

Nenhuma das moedas que compunham a cesta foi oficialmente designada como âncora cambial. No entanto, o marco alemão e o *Bundesbank* formavam o centro gravitacional do SME, no sentido de que as demais moedas seguiam seus movimentos. A cooperação monetária se fortaleceu e as relações entre os Bancos Centrais nacionais aprofundaram-se. As políticas econômicas domésticas tornaram-se instrumentais ao objetivo da estabilidade cambial.

Cabe lembrar, no entanto, que o período compreendido entre o início da década de 1970 e meados da década de 1980 é conhecido como a era da “euroesclerose”, dado o quadro de estagnação que a integração experimentou neste período: *“Suddenly, member states appeared hesitant and unwilling to take further steps to deepen the integration process”* (GRIFFITHS, 2006, p. 170). Paralelamente, este é o período em que a teoria das AMOs também perde vigor.

Em meados da década de 1980, este quadro é revertido, com uma nova onda de otimismo em relação à integração europeia. Um passo importante neste sentido, e

³⁸ Sobre as principais críticas ao Relatório MacDougall, ver Goodhart & Smith (1993) e Padoa-Schioppa et al. (1987).

³⁹ Oito países aderiram ao MCT: França, Alemanha, Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Holanda

também para a integração monetária, foi o Ato Único Europeu, de 1986, que colocou como objetivo a constituição do Mercado Comum. Tratava-se de um novo instrumento institucional, o qual configurou a primeira alteração substancial ao Tratado de Roma (1957).⁴⁰

Uma das medidas aprovadas neste período, no que se refere à questão das transferências fiscais, foi a reforma dos fundos estruturais. Viu-se que as transferências fiscais podem ter efeitos estabilizadores ou redistributivos. As políticas de coesão, que cumprem esse segundo propósito, já existiam desde a década de 1970⁴¹, mas o montante das transferências era bastante limitado. Com o advento dos fundos estruturais, tais transferências cresceram massivamente.

O então presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, via os fundos estruturais como um aspecto fundamental da integração europeia. Ainda, acreditava que o Programa para o Mercado Comum, o Ato Único Europeu e o acordo sobre orçamento eram indissociavelmente ligados. (LUDLOW, 2006, p. 229)

Em 1988, foi criado um comitê composto pelos presidentes dos Bancos Centrais, três acadêmicos e o presidente da Comissão, Delors. O Comitê Delors era responsável por estudar a viabilidade de uma união monetária. A divergência central entre os países referia-se à velocidade da transição em direção à união monetária. A França, principalmente, defendia uma transição rápida, com a finalidade de facilitar a convergência econômica. Já a Alemanha, Reino Unido e Holanda, acreditavam que uma significativa convergência econômica deveria ser pré-condição para se avançar na união monetária.

O relatório Delors foi publicado em 1989 e serviu de base para a implementação da UME. Segundo Mondelli (2008): *“The original intention of the Delors Report was to present the path to monetary union as a natural follow-up of the Single European*

⁴⁰ De particular importância foi a alteração do procedimento de votação: *“Qualified-majority voting, which had been sparingly used despite being officially by the Rome Treaty, became the norm for most decisions relating to the single market (although in practice many matters were settled without a vote). In addition, the European Parliament was given a much greater role in the legislative process”* (LUDLOW, 2006, p. 228)

⁴¹ Em 1975, foi criado o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional.

Act” (p. 17). O relatório propunha um processo em três etapas, com novas estruturas institucionais a serem criadas em cada fase.

Segundo Wyplosz (2005, p. 3), o documento tem caráter defensivo. A partir do Ato Único, os requerimentos de controle de capitais foram desmantelados, o que poderia colocar o MTC, e mesmo a estabilidade das taxas de câmbio, em risco. A moeda comum era vista como defesa contra esta ameaça.

Dessa forma, os argumentos colocados no Relatório tinham por objetivo principal reduzir os riscos associados à volatilidade das taxas de câmbio e defendiam que uma moeda única era o complemento para o Mercado Comum, em vias de ser formado. De acordo com Baldwin & Wyplosz (2004), tais argumentos não têm relação direta, ou apenas uma relação tênue, com a teoria das AMOs.

Ainda de acordo Wyplosz (2005), o relatório não faz referência às recomendações da teoria das AMOs, a não ser pelo breve comentário sobre o problema da correção de choques assimétricos.⁴² O autor apresenta duas explicações para a teoria não ter servido de guia para a confecção do documento. A primeira é que a teoria não havia sido desenvolvida formalmente, o que teria gerado dúvidas sobre a mesma. A segunda era a dificuldade de utilizar as descobertas da teoria para chegar a conclusões práticas.

Há, no entanto, outra passagem do relatório em que se menciona um mecanismo orçamentário federal, contra possíveis choques assimétricos, no contexto de uniões monetárias:

In all federations the federal budgetary mechanisms have powerful ‘shock-absorber’ effects dampening the amplitude either of economic difficulties or of surges in prosperity of individual states. This is both the product and the source of the sense of national solidarity, which all relevant economic and monetary unions share (Relatório do Comitê Delors, p. 89).

Referindo-se ao parágrafo acima, Eichengreen (1997, p. 1) afirma que o Relatório Delors contém o argumento da necessidade do federalismo fiscal na operação da

⁴² “Imbalances might also emanate from labor and other cost developments, external shocks with differing repercussions on individual economies, or divergent economic policies pursued at national level.” (Relatório do Comitê Delors, p. 15).

UME, o que estaria em acordo com a teoria das AMOs. O autor comenta, no entanto, que o mesmo documento afirmava que um orçamento europeu de magnitude suficientemente grande para combater choques era politicamente inviável. Por essa razão, optou-se pela coordenação das políticas monetárias para manter a estabilidade da união.

Assim, pode-se argumentar que, apesar de as recomendações da teoria das AMOs não estarem contempladas na proposta de implementação da UME, há menção à questão das transferências fiscais operadas por um orçamento federal como forma de fazer face a choques assimétricos. Essa menção, por sua vez, relaciona-se com a teoria.

Um documento também importante foi a avaliação realizada por um grupo de economistas, como insumo ao Relatório Delors, *“One Money, One Market: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union”*, que foi finalizado apenas em 1990.⁴³

O relatório era claramente a favor de se caminhar no sentido da integração monetária completa, entre vários países da UE. Ainda, o relatório apresentava uma visão crítica sobre a primeira fase da teoria. Segundo Emerson *et al.* (1992) algumas falhas da *“early-OCA theory”* poderiam gerar um viés negativo sobre os benefícios esperados da integração monetária, e, ao mesmo tempo, acreditavam que esta poderia gerar mais benefícios do que era presumido com base na teoria.

De acordo com Wyplosz (2005), o documento não apresenta aderência à teoria das AMOs. A explicação para este fato encontra-se explicitada no texto do relatório:

The optimum currency area approach provides useful insights but cannot be considered a comprehensive framework in which the costs and benefits of EMU can be analyzed. Empirical applications of this approach are scarce and hardly conclusive (Relatório da Comissão p. 46)

Para Mongelli (2008), existe aí um paradoxo, pois apesar de não contemplar as recomendações da teoria das AMOs, o relatório contribuiu para que o interesse neste

⁴³ De acordo com Wyplosz (2005), o documento foi apresentado demasiado tarde para servir como referencial teórico da integração monetária, tal qual prevista em Maastricht, mas engendrou um retorno espetacular da teoria da AMO.

paradigma fosse revitalizado. A partir de sua publicação, em 1992, surgiram diversos trabalhos, teóricos e empíricos, direta ou indiretamente relacionados à teoria das AMOs.

Pode-se afirmar, portanto, que os dois principais documentos que serviram de subsídio ao Tratado de Maastricht (relatórios Delors e “*One Money, One Market*”) não estão baseados nos pressupostos da teoria das AMOs, excetuando-se a breve menção ao orçamento federal que consta do Relatório Delors. Como se verá, na implementação da UME, outros instrumentos fiscais foram priorizados como mecanismos de estabilização.

3.2 – O Tratado de Maastricht e as principais diretrizes de política fiscal na UE

Em fevereiro de 1992, os membros da Comunidade Europeia assinam o Tratado de Maastricht.⁴⁴ O tratado criou a União Europeia e um sistema baseado em três pilares, que sustentariam seu funcionamento. Os pilares são: as Comunidades Europeias (CE), onde se encontram as instituições supra-nacionais⁴⁵; a Política Externa e de Segurança Comum (PESC) e a Cooperação nos domínios da Justiça e Assuntos Internos.

O Tratado também previa a formação de uma união econômica monetária entre os países signatários, a ser implementada em três fases⁴⁶ como forma de viabilizar o funcionamento do Mercado Único acordado no Ato Único Europeu. Seria criada uma moeda comum, o Euro, e definida “a condução de uma política monetária e de uma política cambial únicas, cujo objetivo primordial seria a manutenção da estabilidade dos preços” (TUE, artigo 3º-A-2). O ingresso dos países na união monetária estaria sujeito à “observância dos seguintes princípios orientadores: preços estáveis, finanças públicas e condições monetárias sólidas e balança de pagamentos sustentável” (TUE, artigo 3º-A-3).

⁴⁴ Assinado pelos doze membros da CEE: Portugal, Espanha, França, Itália, Irlanda, Reino Unido, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Alemanha, Dinamarca e Grécia

⁴⁵ Refere-se às três comunidades anteriores ao acordo: Comunidade Econômica Europeia, Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) e a Comunidade Europeia da Energia Atômica (CEEA ou EURATOM)

⁴⁶ No anexo 4, encontra-se um esquema com as três fases de implementação da UME

O Comitê Monetário foi encarregado de negociar os critérios de convergência e o Procedimento de Déficit Excessivo (PDE). Houve, no entanto, divergência. A Alemanha, acompanhada da Holanda, queria critérios rígidos para assegurar a convergência econômica, enquanto a posição da Comissão era de que algum grau de flexibilidade era necessário.

Esta divergência ficou conhecida como o embate economistas/monetaristas. A posição da Alemanha, sobretudo, foi identificada como “economista”, refletindo seu receio em relação a possíveis pressões inflacionárias e crença na independência do Bundesbank (MAES, 2004, p. 17). No campo chamado “monetarista”, liderado pela França, argumentava que o grau de homogeneidade econômica necessária para assegurar o sucesso da moeda só poderia ser alcançado endogenamente, seguindo, portanto as considerações de Frankel & Rose (1997)

A perspectiva alemã prevaleceu e o Comitê apresentou cinco critérios de convergência⁴⁷: (i) déficit orçamentário de, no máximo, 3% do PIB; (ii) dívida pública de, no máximo, 60% do PIB; (iii) Inflação não superior a 1.5% acima da taxa média dos três países com melhores performances; (iv) taxa de juros de longo prazo não superior a 2% acima dos três países com melhores performances e (v) dois anos como membro do SME, sem desvalorizações.

Os três últimos critérios têm a finalidade de assegurar a estabilidade monetária, sustentando o regime com taxas de câmbio fixas entre os países-membros. A estabilidade é reforçada pelos critérios i e ii, que protegem a UE contra pressões inflacionárias que poderiam surgir devido a déficits governamentais (AFXENTIOU, 2000, p. 249).⁴⁸ Há ainda um procedimento, previsto no artigo 104 para o caso de déficits excessivos.

⁴⁷ Para alguns autores, o fato de se estabelecer uma data para o estágio III da EMU sinaliza uma vitória do campo monetarista. Segundo Maes (2003), a EMU representou um processo de conciliação entre visões diferentes sobre a política econômica, sobretudo entre a tradição republicana francesa e o ordoliberalismo alemão.

⁴⁸ Cabe salientar que os valores para déficit e endividamento foram escolhidos arbitrariamente, sem referência a um arcabouço teórico. Para mais detalhes sobre esta discussão, ver Buitter et al. (1992). Além da arbitrariedade dos valores, os autores argumentam que os critérios fiscais não são sensatos, pois não corrigem fatores cíclicos ou a inflação. Criticam, também a utilização da dívida total do governo, ao invés de uma medida dos ativos, financeiros ou reais, líquidos.

Em sua dimensão prática, portanto, o quadro conceitual dentro do qual a UME se desenvolveu caracteriza-se pela restrição das políticas fiscais – tanto como critério a ser cumprido para o ingresso na união, como política a ser mantida depois; e pelo fato de que as operações dos orçamentos nacionais permaneceram sob a égide dos Estados soberanos.

De acordo com Masson (1996), tais regras tem a finalidade de assegurar a estabilidade de preços, objetivo central do BCE:

Much ink has been spilled on the question of whether additional discipline needs to be imposed on fiscal policy once countries have entered a monetary union, in order to ensure that the European central bank will be able to deliver low inflation. Of course, its statutes already put primary focus on that objective, and prohibit bailouts of national governments (p. 998)

O objetivo de se impor critérios fiscais restritivos é, portanto, fazer com que os países tomem medidas preventivas, antes mesmo de se atingir o teto de déficit de 3%. Dessa forma, o BCE não ficaria pressionado a afrouxar a política monetária toda vez que um membro da UME entrasse em dificuldade.

A relação que se estabelece entre a estabilização fiscal e os critérios de Maastricht é manter os orçamentos dos países-membros da UME em níveis que permitam que a estabilização opere no nível nacional, o que dispensaria um arranjo fiscal supra-nacional. Segundo Masson, o teto para o déficit funciona “*allowing a cushion for cyclical fluctuations and exceptional circumstances (Ibid, p. 1000)*”. O autor atenta, no entanto, para o fato de que, em caso de um choque muito severo, o critério de déficit pode dificultar a utilização dos mecanismos de estabilização em nível local.

De acordo com Artis (2002), a aplicação dos critérios de Maastricht, ainda que sob o uso extensivo da cláusula de escape, que permite algum desvio em relação ao critério fiscal,⁴⁹ formou a UME tal qual conhecemos. O autor afirma que os critérios de Maastricht respondem a um projeto diferente do previsto pela teoria das AMOs.

⁴⁹ No artigo 104.º-C encontra-se explicitada possibilidade de desvios em casos específicos: “se o excesso em relação ao valor de referência for meramente excepcional e temporário e se aquela relação continuar perto do valor de referência”

A ideia é assegurar que os membros e os candidatos a ingressarem na UME estejam aptos a integrar um arranjo, cuja ênfase é a cultura da estabilidade. Assim, o foco está sobre os incentivos às reformas: *“In this setting ‘making the criteria’ is a serious incentive for reform, especially in the fiscal sphere”* (p. 4)

Segundo Mongelli, a teoria das AMOs não proveu a base para a formulação dos critérios de Maastricht: *“In the event, plans for economic and monetary integration along three stages of EMU (with the launch of the euro in 1999) went ahead but the OCA theory had a limited direct input”* (2008, p. 35)

Uma explicação para a não observância dos critérios da teoria das AMOs, em Maastricht, pode ser a velocidade dos fatos, em relação ao desenvolvimento da teoria, que estava sendo resgatada quando do início das discussões sobre a viabilidade da união monetária: *“When EMU made the leap to the Maastricht Treaty, the OCA theory could not deliver clear policy guidance and normative implications”* (Ibid, p. 51).

Receios em relação ao “risco moral” foram também importantes para não se caminhar na direção de uma maior integração fiscal, como previa a teoria, na ausência de outros critérios das AMOs:

Rather than actively coordinating and offsetting policies horizontally and vertically within and between states, as suggested by OCA, concerns that EMU would generate a free rider problem generated a form of regulation that enforces a restrictive, quasi-neoliberal line on budget deficits (SNAITH, 2012, p. 6)

Assim, não se contemplou, no tratado, qualquer mecanismo de transferências fiscais com fins estabilizadores. Cabe lembrar, no entanto, que o Tratado de Maastricht criou um novo fundo estrutural, o Fundo de Coesão, com o objetivo de facilitar a participação na união monetária para os países periféricos da UE.

O Fundo de Coesão, como os demais fundos estruturais, representam transferências fiscais com fins redistributivos e não de estabilização. Seu objetivo principal é, portanto, aumentar a convergência entre os países. Essa maior convergência pode levar a uma maior simetria de respostas aos choques adversos. O montante do

orçamento europeu era, no entanto, ainda muito restrito, em torno de 1% do PIB da região.⁵⁰

Aos critérios de Maastricht, seguiu-se o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), cujos princípios fundamentais foram aprovados no Conselho Europeu ao final de 1996. O PEC regulamentou as diretrizes fiscais de Maastricht, em especial o Procedimento de Déficit Excessivo (PDE), para assegurar a rápida contenção de déficits caso eles ocorressem.

O déficit é considerado excessivo se estiver acima de 3% acompanhado de uma variação negativa do PIB de menos de 0,75%. Se a redução do produto real estiver entre 0,75 e 2%, há margem de manobra para o país-membro em questão.

No caso de um país-membro ultrapassar o valor de referência, a Comissão elabora um relatório que deverá receber um parecer do Comitê Econômico e Financeiro, em duas semanas. No prazo de três meses, o Conselho deve deliberar sobre a existência de um déficit excessivo. O país dispõe, então, de quatro meses para a “tomada de medidas eficazes”, e de um ano para “correção da situação de déficit excessivo”. O Conselho realiza avaliações ao final destes períodos. Se constatar que as medidas cabíveis não foram adotadas, o Conselho pode tornar suas recomendações públicas e notificar o país a adotar as medidas em um mês. Caso não se verifique o cumprimento, o Conselho pode impor sanções, que consistem, grosso modo, em um depósito não remunerado, que será convertido em multa após dois anos. Pode haver, ainda, intensificação das sanções.

Vê-se, portanto, que a estratégia escolhida pelos membros da EU foi a de aprofundar e regulamentar os critérios de Maastricht, em especial, em relação ao critério do déficit, prescindindo, assim, de um mecanismo de transferências fiscais. Mongelli (2002) resume as implicações do caminho escolhido pela UE, no que tange ao funcionamento do Euro:

The euro area is proceeding without this facility [um mecanismo de

⁵⁰ No orçamento europeu de 2012, o Fundo de Coesão corresponde a uma parcela de 36%. Ver a distribuição do orçamento no anexo 5.

transferências fiscais] *but is very attentive in securing that the national automatic stabilizers can be used fully while complying with the Stability and Growth Pact. In addition, EMU members will have to rely almost entirely on their own resources and on the operation of other adjustment channels in the wake of shocks including the wealth, deflation, and price and wage channels. Consequently, fiscal discipline will be even more crucial in the EMU than in most other monetary unions.* (p. 22)

Dessa forma, fica a cargo dos Estados a provisão de mecanismos de estabilização anti-choques e a disciplina fiscal se torna uma variável chave.

Do ponto de vista econômico, a lógica subjacente aos critérios de Maastricht e ao PEC baseia-se na evidência de que altas taxas de inflação são sempre conseqüência de déficits que levam ao endividamento público, por não conseguirem mais financiamento no mercado de capitais. Dada a ênfase na estabilidade de preços, que caracteriza a UME, fazia-se necessário garantir que o BCE não sofreria pressões inflacionárias (WYPLOSZ, 2005, p. 16).

Já de um ponto de vista de economia política, o objetivo era eliminar o “risco moral”. Um país-membro pode achar conveniente permitir que sua dívida cresça até o ponto em que a moratória se torna inevitável: *“It would be tempting then to blackmail the other Euro area members and the Eurosystem into providing support”* (Ibid, p. 16).

De acordo com De Grauwe (2006), o que predominou na escolha dos mecanismos balizadores do funcionamento do Euro pode ser resumido em termos do “Consenso Bruxelas-Frankfurt”. Há três elementos que caracterizam este consenso: (i) Para lidar com choques assimétricos é preciso aumentar a flexibilidade, por meio de reformas estruturais; (ii) Seguindo as regras do PEC, os países-membros dispõem de instrumentos anti-choques suficientes, em nível nacional; (iii) Não há necessidade de um sistema orçamentário em nível europeu para combater choques e a política monetária do BCE é amplamente equipada para promover a estabilidade macroeconômica.⁵¹

⁵¹ O raciocínio é o seguinte: *“By focusing on price stability the central bank does all than can be done to stabilize output movements at the euro area level. The reasoning is the following. If the output shocks are due to demand movements, inflation targeting will not only stabilize the rate of inflation but also the output movements. If these output movements are to supply chocks they cannot be dealt with by monetary policies and/or budgetary policies”* (De Grauwe, 2006, p. 755)

Assim, o “Consenso Bruxelas-Frankfurt” advoga que é desnecessário caminhar na direção da integração fiscal. Na seção seguinte, será apresentada a discussão mais recente e os novos mecanismos acordados, no âmbito das transferências fiscais.

3.3 – Principais indicadores em relação a critérios da AMO e medidas recentes no tocante às transferências fiscais

Na seção 2 do trabalho, foram apresentados, no âmbito da teoria das AMOs, os principais critérios considerados pelos teóricos para a caracterizar espaços geográficos que poderiam formar uniões monetárias. Procede-se, nesta seção, a uma análise de dados recentes quanto aos seguintes critérios: mobilidade do trabalho, integração financeira e correlação a choques. Ainda, serão apresentadas medidas recentes relacionadas ao incremento das transferências fiscais.

3.3.1 – Mobilidade do trabalho, integração financeira e correlação à choques na UE

Em relação à mobilidade da mão de obra na UE, as estatísticas não mostram indícios de que a mesma tenha aumentado, nem mesmo após os alargamentos de 2004 e 2007⁵². Algumas das barreiras à mobilidade são mercados de trabalho sem transparência, falta de reconhecimento das qualificações profissionais, entre os países, e as barreiras legais e administrativas (ZIMMERMAN, 2009, p. 1). Além das dificuldades históricas como diversidade lingüística e titulações. Apesar de a Comissão Europeia já ter empreendido algumas iniciativas no sentido de coordenar os sistemas de seguridade social e a transparência das qualificações, verifica-se que a mobilidade da mão-de-obra ainda se mostra baixa.

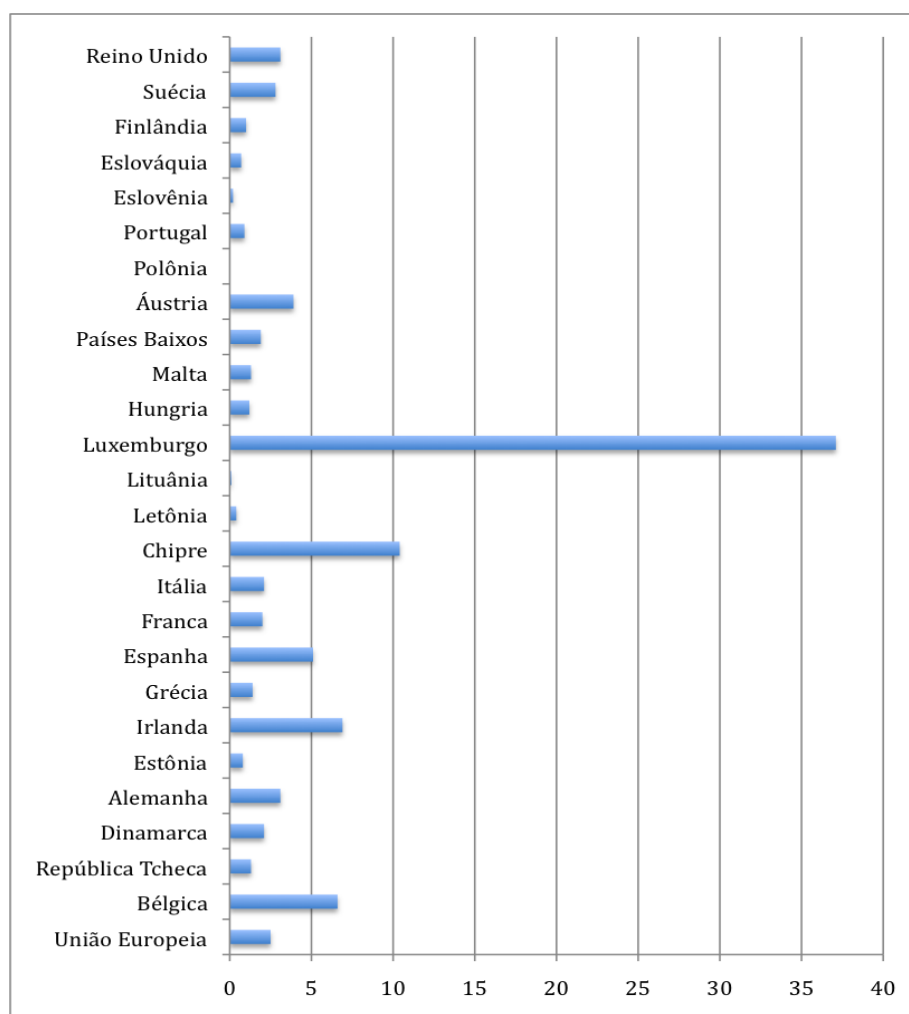
Utilizando-se da estatística de migração intra-europeia como indicador da mobilidade do trabalho, tem-se, no gráfico 1, a proporção de estrangeiros na população total nos países-membros da UE, além do dado consolidado para migração no âmbito da união. Sem pretender uma análise extensiva dos dados apresentados pelo gráfico, pode-se

⁵² Em 2004, ingressaram na UE: Chipre, Malta, Hungria, Polônia, Eslováquia, Letônia, Estônia, Lituânia, República Checa e Eslovênia, formando a Europa dos 25. Em 2007, Bulgária e a Romênia aderiam à UE

depreender algumas considerações, no que concerne à migração intra-europeia como indicador da mobilidade do trabalho.

Vê-se que, à exceção de Luxemburgo, cuja proporção de imigrantes advindos de países-membros da UE ultrapassa os 35%, e do Chipre que passa dos 10%, os índices, em geral não se mostram muito elevados. Tem-se também que, no âmbito da UE, a migração não ultrapassa os 2,5%.

Gráfico 1 – Porcentagem de estrangeiros no total da população (2010)



Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Eurostat*

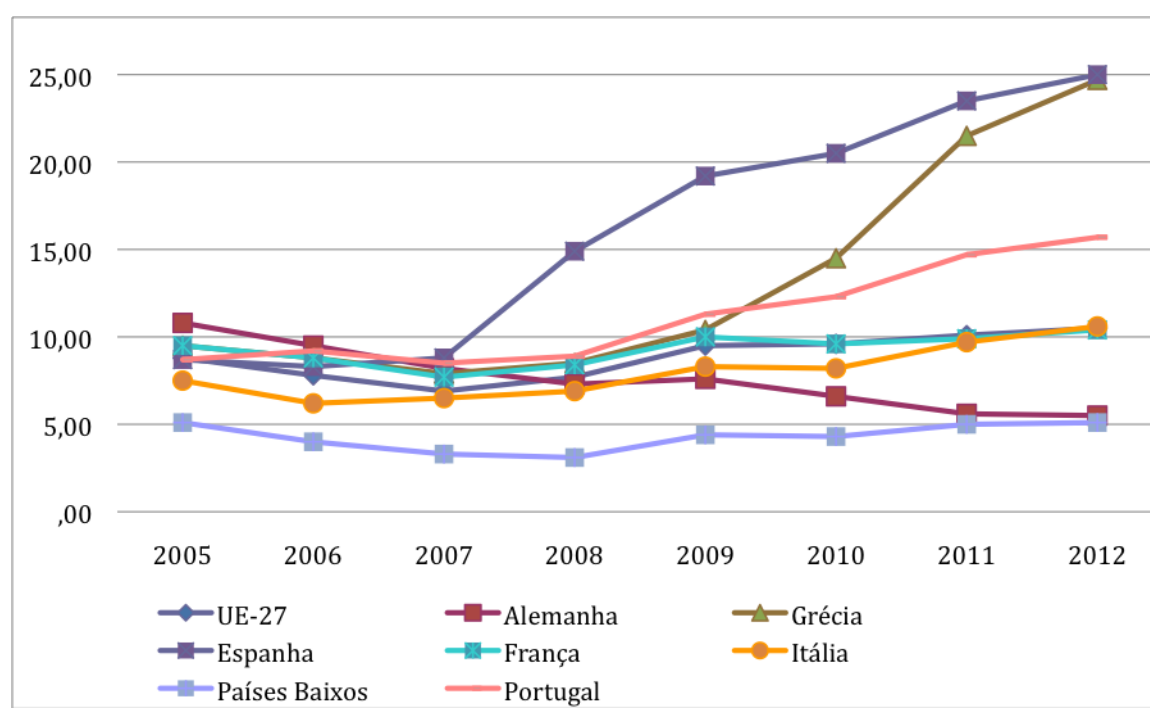
Código utilizado: migr_pop1ctz

Não há informação para Bulgária e Romênia

Outro dado relevante para se analisar a mobilidade do trabalho é a taxa de desemprego nos países da região. O gráfico 1 apresenta as taxas de desemprego para alguns países e na UE (França, Alemanha, Países Baixos, Espanha, Portugal, Itália e Grécia), entre

2005 e 2012, além da taxa de desemprego da união. Algumas considerações podem ser tecidas a partir da análise destes dados. Desde a crise financeira de 2008, há uma tendência à maior divergência entre as taxas de desemprego entre os países observados. Os casos mais notórios são Grécia e Espanha, que têm sofrido mais severamente as conseqüências da crise.

Gráfico 2 – Taxa de desemprego em países-membros da União Europeia (2005-2012)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *Eurostat*

Código utilizado: une_rt_m

Taxa de desemprego de 2012 referente ao mês de junho

Combinando a tendência à divergência das taxas de desemprego ao baixo deslocamento de pessoas que se observa na UE, vê-se que a mobilidade do trabalho não constitui um estabilizador contra choques adversos no contexto europeu.

No entanto, a incremento da mobilidade do trabalho na UE é visto pelas autoridades europeias como fundamental para o seu pleno funcionamento. Encontram-se constatações neste sentido em diversos documentos europeus:

Labour mobility is desirable to help employment adjust favourably to changing demand conditions. An inefficient allocation of labour resources may negatively affect the longer-term level and growth rate of potential output and, in the short run, limits the pace at which an economy can grow. Therefore, the free movement of labour constitutes one of the central principles of the EU and is an important component of the completion of the single market (European Central Bank, 2006, p. 7)

Na passagem acima, o argumento favorável ao aumento da mobilidade do trabalho caminha no sentido da proposta da teoria das AMOs, em que essa mobilidade teria um papel fundamental no ajuste da economia à choques adversos. No entanto, os níveis correntes de mobilidade da mão-de-obra na Europa são ainda muito baixos para que possa constituir um fator eficiente de ajuste a choques.

No que se refere à integração financeira, documentos oficiais apontam para os efeitos da crise financeira internacional sobre a mesma, alegando retrocessos nesta área.

In the recent years, the financial crisis has led to a marked deterioration in European financial integration. Specifically during 2011, the intensification of the European sovereign bond market crisis strongly affected the euro area financial system, whose degree of integration has deteriorated further (European Central Bank, 2012, p. 9)

O documento do ECB mostra que, no ano de 2011, os rendimentos dos títulos das dívidas soberanas apresentaram tendência à divergência, o que constitui um sinal da ausência de integração financeira. O mercado interbancário também sentiu os efeitos da crise financeira, já que a confiança neste mercado foi deteriorada. A deflagração da crise financeira, no segundo semestre de 2008, marcou o início da tendência ao aumento da dispersão das taxas de *overnight*,⁵³ bem como, uma queda generalizada da atividade interbancária (*Ibid*, p. 16). Esses dados mostram como, com o advento da crise, os mercados financeiros apresentaram uma tendência a se desintegrar.

Em relação ao critério de correlação a choques, que também constitui um indicador importante para o pleno funcionamento de uniões monetárias, há uma série de estudos que buscam estimar o nível de sincronização entre os ciclos econômicos dos países da

⁵³ Segundo a definição do Banco Central, a taxa *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), expressa na forma anual, é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas. É a taxa básica utilizada como referência pela política monetária.

zona do Euro. A partir dos desenvolvimentos teóricos da hipótese da endogenia da área monetária ótima (FRANKEL & ROSE, 1997, 1998), vistos na seção 2 deste trabalho, espera-se que a adesão à união monetária gere uma sincronização destes ciclos.

Contrariamente à hipótese de que a integração monetária leva à sincronização dos ciclos, tem-se a hipótese da especialização, desenvolvida por Krugman (1993), segundo a qual o aprofundamento da integração geraria maior especialização setorial entre os países, fazendo com que a incidência de choques adversos tenha efeitos divergentes entre os mesmos.

Diversos estudos têm sido realizados para se investigar se a união monetária europeia vem gerando sincronização dos ciclos econômicos ou especialização produtiva entre seus membros. Os resultados têm sido, em geral, inconclusivos, bem como, bastante sensíveis tanto ao período amostral, como aos métodos econométricos utilizados. Entre os estudos mais recentes encontram-se Perez *et al.* (2007), Gayer (2007), Darvas & Szapáry (2008), Hughes-Hallett & Richter (2008).⁵⁴

Perez *et al.* (2007) encontram resultados favoráveis à sincronização dos ciclos da França, Itália, Espanha e Holanda com o ciclo econômico alemão, sobretudo a partir dos anos 1990. Gayer (2007) conclui que houve uma diminuição considerável da dispersão dos ciclos econômico na zona do Euro, desde o início da década de 1990. Ainda, com a introdução do Euro, houve continuidade da tendência à sincronização, mas de forma menos acelerada do que o observado na primeira metade da década de 1990. Darvas & Szapáry (2008) encontram forte correlação entre os ciclos econômicos dos países da zona do Euro. Um baixo grau de sincronização é observado nos países menores, como Portugal, Finlândia e Irlanda. Segundo o estudo de Hughes-Hallett & Richter (2008), somente há convergência entre os países do núcleo da UE, notadamente, França, Alemanha e Holanda. Fora do núcleo, observa-se uma tendência à divergência.

⁵⁴ Para informações adicionais e um estudo extensivo sobre a literatura empírica sobre convergência de ciclos econômico, ver Gouvea (2008).

Vê-se, portanto, que os estudos citados não fornecem uma conclusão peremptória sobre a tendência à sincronização dos ciclos. Entretanto, em geral, a hipótese da convergência é sustentada, apesar de alguns estudos mostrarem que tal convergência é observada apenas entre os países centrais da zona do Euro.

3.3.2 – Do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) ao Mecanismo Europeu de Estabilização (MEE)

O quadro de graves tensões nos mercados da dívida soberana, da zona do Euro, levou os líderes europeus a implementar novas instituições capazes de lidar com o novo cenário (De Grauwe, 2011, p. 15). A resposta mais contundente foi a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF) e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF),⁵⁵ criados em Maio de 2010, com previsão de implementação de um fundo permanente, o Mecanismo Europeu de Estabilização (MEE).⁵⁶

O tratado de criação do MEE foi acordado em Julho de 2012 pelos 17 membros da zona do Euro.⁵⁷ O último país a ratificá-lo foi a Alemanha, em setembro do mesmo ano. O MEE tem a prerrogativa de prestar apoio financeiro aos membros da zona do Euro que enfrentarem problemas de insolvência, sob condições pré-definidas pelos países. O principal objetivo é aumentar a eficácia da assistência financeira e evitar o risco de contágio.

As principais ferramentas do MEE são créditos de emergência e abonos. Excepcionalmente, o MEE pode comprar títulos emitidos por um país-membro, no mercado primário, se esta medida maximizar a eficiência do auxílio financeiro. Ainda, o país-membro que estiver recebendo assistência financeira deve implementar

⁵⁵ O MEEF e o FEEF formam uma rede de segurança que, em conjunto com as contribuições do Fundo Monetário Internacional (FMI), disponibiliza um pacote de estabilidade financeira de 750 mil milhões de euros

⁵⁶ A previsão para o início do funcionamento do MEE era meados de 2013

⁵⁷ O seguinte parágrafo foi adicionado ao Artigo 136º do Tratado de Maastricht: "Os Estados-Membros cuja moeda seja o euro podem criar um mecanismo de estabilidade a acionar caso seja indispensável para salvaguardar a estabilidade da área do euro no seu todo. A concessão de qualquer assistência financeira necessária ao abrigo do mecanismo ficará sujeita a rigorosa condicionalidade."

um programa estrutural macroeconômico e elaborar uma análise das causas do endividamento do governo (Artigo 12º).⁵⁸

O acesso à assistência financeira é estritamente condicionada: *“Financial assistance will only be provided if it is considered as necessary to ensure the financial stability of the euro area as a whole”* (Comissão Europeia, 2011). Vê-se, portanto, que o principal objetivo do instrumento é evitar o risco de contágio de crises financeiras, evitando que as mesmas se espalhem por vários países, o que poderia comprometer o funcionamento do Euro.

O MEE é um mecanismo ainda muito recente, mas se pode depreender algumas considerações sobre seu funcionamento. Em primeiro lugar, a questão das “condições estritas” para seu acionamento não caracteriza o instrumento como um estabilizador automático, que deveria atuar incondicionalmente. Em segundo lugar, a previsão do acordo de que medidas de ajuste macroeconômico devem ser tomadas e a manutenção da meta de déficit de 3% corroboram as diretrizes de Maastricht. Dessa forma, pode-se argumentar que o MEE não constitui um passo significativo na direção da integração fiscal. O MEE reafirma os critérios de Maastricht, adicionando auxílio financeiro como forma de prevenir contágio.

Uma solução que vem sendo apontada por alguns analistas (MUNCHAU, 2011) é a emissão de títulos da dívida europeia, os chamado *eurobonds*. Tais títulos tornariam as dívidas nacionais, acima de certo nível, dívidas do bloco, podendo amenizar o impacto de choques adversos. Em Novembro de 2011, a Comissão Europeia publicou um documento (*“Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds”*) que chamava a consulta pública sobre a viabilidade dos títulos de estabilização. O documento coloca a introdução desses títulos da seguinte forma:

The introduction of commonly issued Stability Bonds would mean a pooling of sovereign issuance among the Member States and the sharing of associated revenue flows and debt-servicing costs. This would significantly alter the structure of the euro-area sovereign bond market, which is the largest segment in the euro-area financial market as a whole (Green Paper, p. 2)

⁵⁸ No anexo 6, encontra-se a chave de contribuição do MEE, por país. A chave determina a porcentagem com a qual cada país deve contribuir para gerar o montante do orçamento do MEE

Segundo De Grauwe (2011), os *Eurobonds* seriam um compromisso visível que convenceria os mercados de que os países-membros acreditam no futuro do Euro. Além disso, o agrupamento da emissão de títulos dos governos protege os países contra crises de liquidez desestabilizadoras, que são fruto da falta de controle dos governos sobre a moeda na qual está denominada a dívida que emitem. (p. 21)

Alguns países, sobretudo a Alemanha, mostram-se contrários a este projeto. Ainda, alguns analistas argumentam que seria necessária uma união fiscal entre os países da zona do Euro para que a operação dos *eurobonds* fosse viável e que, portanto, ter-se-ia que pensar em novas formas de governança para a UE (MILNE, 2011). No caso da Alemanha, e também da Holanda, um dos problemas é que os títulos de suas dívidas nacionais gozam de *ratings* elevados. Essa condição faz com que estes países obtenham empréstimos em condições bastante favoráveis, diminuindo os benefícios de um instrumento como o *Eurobond*.

Outro problema apontado é o “risco moral”, pois um arranjo com o *Eurobond* contém uma garantia implícita para os países participantes. Dado que os países são coletivamente responsáveis pela emissão do título da dívida conjunta, há incentivo para a emissão excessiva.

A emissão de títulos de dívida coletivos tem sido debatida na Europa pós-crise, mas esse tipo de mecanismo necessitaria de vontade política para caminhar na direção da integração fiscal.⁵⁹

⁵⁹ De Grauwe resume: “A monetary union can only function if there is a collective mechanism of mutual support and control. Such a collective mechanism exists in a political union. In the absence of a political union, the member countries of the Eurozone are condemned to fill in the necessary pieces of such a collective mechanism. Such a collective mechanism exists in a political union. The debt crisis has made it possible to fill in a few of these pieces. What has been achieved, however, is still far from sufficient to guarantee the survival of the Eurozone. (2011, p. 28)

4. Conclusão

O objetivo deste trabalho foi demonstrar em que medida o corpo teórico abarcado sob a denominação de “teoria das AMOs” teria, de fato, informado a implementação da UME, bem como, o desenho institucional de Maastricht. O foco foi direcionado aos mecanismos de transferências fiscais, para fins de estabilização, dada a relevância que estes apresentam nas discussões sobre a crise que se verifica, atualmente, na área do Euro.

A questão específica das transferências fiscais, enquanto critério da própria teoria das AMOs, remonta à primeira rodada de discussões da teoria, na década de 1960. Kenen (1969) foi o primeiro autor que, como representante deste paradigma, justificou a necessidade de mecanismo de estabilização automática, de natureza fiscal, caso os demais critérios da AMO, como mobilidade do trabalho, correlação a choques e abertura comercial, não se verificassem no contexto de uma possível união monetária.

Na década de 1990, depois de anos de esquecimento da teoria das AMOs, que ocorre em paralelo ao crescimento do euro-ceticismo da década 1980, observam-se dois debates: a introdução da hipótese da endogenia das AMOs e o debate específico sobre o papel das transferências fiscais no âmbito de uma união monetária, em diálogo estreito com a teoria do federalismo fiscal.

A hipótese da endogenia (FRANKEL & ROSE; 1997, 1998) relançou a teoria das AMOs e trazia a implicação de que uma região que não preenchesse os critérios das AMOs, poderia se tornar uma *ex post*, a partir da introdução da moeda única. Em relação à questão das transferências fiscais, estas se tornam desnecessárias nesta perspectiva, pois conforme a região vai se tornando uma AMO, os mecanismos internos ao seu funcionamento cumprem a função de estabilização contra choques adversos.

Já a literatura que conjuga a teoria das AMOs com a teoria do federalismo fiscal advoga para a necessidade de mecanismos de transferências fiscais para fins de estabilização. Seu principal argumento vai no sentido da demonstração empírica de que, mesmo nas áreas monetárias existentes, a saber, países em sistemas federativos,

não se observam os critérios das AMOs de forma extensiva. O que se observa é uma capacidade substantiva de se operar transferências fiscais, e, dessa forma, proteger as regiões afetadas por choques assimétricos.

Como se viu, na evolução das discussões sobre as bases da integração europeia, a referência à teoria das AMOs variou consideravelmente. O Relatório Werner, de 1970, dialogava estreitamente com a teoria das AMOs, propondo a integração monetária a partir de alguns estágios. O relatório salientava o papel das transferências fiscais, como forma de equilibrar os balanços de pagamentos de países-membros da união monetária. O Relatório MacDougall, de 1977, previa uma centralização orçamentária extensiva, que em seu nível inicial configuraria um “orçamento comunitário” de 5-7% do PIB da comunidade.

O ceticismo em relação ao sucesso da integração europeia e, especificamente, da formação de uma união monetária, começa a ser revertido em 1986, com a promulgação do Ato Único Europeu, que colocava como objetivo a constituição do Mercado Comum. Em seguida, em 1989, é publicado o Relatório Delors, considerado a base da implementação da UME, conforme estabeleceu o Tratado de Maastricht. O documento defendia uma moeda comum como complemento ao Mercado Comum via redução da volatilidade das taxas de câmbio.

A partir desse período, que marca renascimento do otimismo em relação à integração europeia, os principais documentos sobre a integração já não fazem mais referência à teoria das AMOs. No desenho de Maastricht, verificam-se critérios de convergência macroeconômica como pré-requisitos à entrada de países na união monetária e como garantia de seu funcionamento. O foco em critérios de coordenação macroeconômica se afasta, em grande medida, das recomendações da teoria das AMOs. Outro relatório relevante, o “*One Money, One Market*”, também pouco dialogava com a teoria das AMOs. Por fim, Maastricht não incorpora nenhum mecanismo de transferência automática para estabilização anti-choques.

Traçado este paralelo entre teoria e a implementação de fato da UE, viu-se como a crise de 2008 tornou a ausência dos critérios balizadores da formação de uma união monetária mais evidente. Tal fato levou os formuladores de política europeus a pensar

em novos mecanismos capazes de fazer frente a possíveis choques adversos. O principal destes foi o Mecanismo Europeu de Estabilização (MEE), criado em 2012, com a função de resgatar países em dificuldade e evitar o eventual contágio de crises nacionais para toda a zona do euro. No entanto, a estrita condicionalidade que se aplica à utilização do mecanismo não o configura como um estabilizador automático. Assim, os passos para a constituição de mecanismos que exercessem essa função caminhariam no sentido de uma maior integração fiscal e, poder-se-ia dizer, política, que não parece estar na agenda dos protagonistas na zona do Euro.

Referências

AFXENTIIOU, Panos. Convergence, the Maastricht Criteria and Their Benefits. **The Brown Journal of World Affairs**, v. 7, 2000.

ALVES, Rui; AFONSO, Oscar. Fiscal Federalism in the European Union: How Far Are We? [Working Papers N. 244], **Faculdade de Economia da Universidade do Porto**, 2007.

ARTIS, Michael. Reflections on the optimal currency area (OCA) criteria in the light of the EMU. **International Journal of Finance and Economics**, n. 8, 2002.

ARTIS, Michael; ZHANG, W. The Linkage of Interest Rates within the EMS. **Weltwirtschaftliche Archiv**, v. 132, p. 117-132, 1999.

BALDWIN, Richard; WYPLOSZ, Charles. **The Economics of European Integration**, McGraw Hill. 2004.

BAYOUMI, Tamim; EICHENGREEN, Barry. Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. **European Economic Review**, v. 41, Issues 3-5, p. 761-770, 1997.

BAYOUMI, Tamim, MASSON, P. R. Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe. **European Economic Review**, n. 39, p. 253–274, 1995.

BELKE, GROS. Estimating the Costs and Benefits of EMU: The Impact of External Shocks on Labour Markets, **Weltwirtschaftliches Archiv**, n. 135, p. 1-47, 1998.

BLEJER, Mario; LAIDERMAN, Leonardo; RAZIN, Assaf. Introduction. In BLEJER, Mario; FRANKEL, Jacob; LAIDERMAN, Leonardo; RAZIN, Assaf. **Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments**. Washinton D.C: International Monetary Fund, 1997.

BOERI, Tito. Reforming labour and product markets: Some lessons from two decades of experiments in Europe. [Working Paper, n. 5, v. 97] **International Monetary Fund**, 2005.

BUITER, Willem. Should we Worry About the Fiscal Numerology of Maastricht? [Papers N. 654] **Yale Economic Growth Center**, 1992.

BUITER, Willem, CORSETTI Giancarlo; ROUBINI, Nouriel. Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht. **Economic Policy**, n. 16, p. 57-100, 1992.

Delors Report, Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Report on Economic and Monetary Union in the European Community. Luxembourg: Office for Official Publications of the EC, 1989.

DE GRAUWE, Paul. What have we learned about Monetary Integration since the

- Maastricht Treaty. **Journal Compilation**. Oxford: Blackwell Publishing, 2006.
- _____. The Governance of a Fragile Zone. **Discussion Paper**. University of Leuven and CEPS, 2011.
- DE GRAUWE, Paul, MONGELLI, Francesco. Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer together? [Working Paper n. 468] **European Central Bank**, 2005.
- EC Commission. Report of the Study Group on the Role of Public Finance in Economic Integration, Economic and Financial Series No. A12/B13, 1977.
- Comissão Europeia, Uma Moeda para a Europa: o Caminho para o Euro, Uma Moeda, Múltiplas Oportunidades, 2002.
- DARVAS, Zsolt; György SZAPÁRY. Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU. **Open Economies Review**, n. 19, pp. 1-19, 2008
- EC Commission, GREEN PAPER on the feasibility of introducing Stability Bonds Brussels, COM 818, 2011.
- EC Commission, Eurostat. Disponível: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso em 15 de out. 2012
- EICHENGREEN, Barry. Saving Europe's Automatic Stabilizers. **National Institute Economic Review**, n. 159, p. 92-98, 1997.
- EMERSON, M *et al.* One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. New York: Oxford Press, 1992.
- European Central Bank. Financial Integration in Europe, April, 2012
- European Central Bank. Cross-Border Labour Mobility within an Enlarged EU [Occasional Paper Series N. 52], 2006
- Eurotreaties. Maastricht treaty with protocols, 1992. Disponível em: <<http://www.eurotreaties.com/maastrichttext.html>>. Acesso em: 4 de jul. 2012
- Eurotreatis. Treaty Establishing the European Stability Mechanism, 2011. Disponível em: <www.efs.europa.eu/.../esm_treaty_en.pdf>. Acesso em: 28 de ago. 2012
- FATAS, Antonio. Does EMU Need a Fiscal Federation. **Economic Policy**, CEPR & CES & MSH, v. 13, n. 26, p. 163-203, 1998.
- FLEMING, John. On Exchange Rate Unification. **The Economic Journal**, v. 81, p. 467-488, 1961.
- FRANKEL, Jeffrey; ROSE, Andrew. Is EMU More Justifiable ex post than ex ante?

European Economic Review, v. 41, n. 3, p. 753-760, 1997.

_____. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. **The Economic Journal, Royal Economic Society**, v. 108, n.449, p. 1009-25, 1998.

GAYER, Christian. A Fresh Look at Business Cycle Synchronisation in the Euro Area [European Economy - Economic Papers N. 287] **European Commission**, 2007

GOODHART, Charles. The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency areas, **European Journal of Political Economy**, v. 24, 1998. p. 407-432, 1998.

GOODHART, Charles; SMITH. Stabilization. In: The economics of Community Public Finance. **European Economy**, v. 5, p. 417-455, 1993.

GOUVEA, Sofia. **Sincronização dos Ciclos Económicos Na Área do Euro: Teoria, Factos e Determinantes**. Tese de Doutoramento. Universidade De Trás-Os-Montes E Alto Douro, Vila Real, 2008.

GRIFFITHS, Richard. A Dismal Decade? European Integration in the 1970s. In DINAN, Desmond. **Origins and Evolution of the European Union**, Orfotd: Oxford University Press, p. 169-190, 2006.

GROS, Daniel; STEINHERR, Alfred. Openness and the Cost of Fixing Exchange Rates in a Mundell-Fleming World. In BLEJER, Mario; FRANKEL, Jacob; LAIDERMAN, Leonardo; RAZIN, Assaf. **Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments**. Washinton D.C: International Monetary Fund, p. 69-71, 1997.

HABERLER, Gottfried. The International Monetary System: Some recent Developments and Discussions. In HALM, George. **Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates**. Princeton University Press, p. 115-23, 1970.

HUGHES-HALLETT, Andrew; Christian, RICHTER. Have the Eurozone Economies Converged on a Common European Cycle? **International Economics and Economic Policy**, n. 5, pp. 71-101, 2008

INGRAM, James. The Case for the European Monetary Integration. **Essays in International Finance**. Princeton University, n. 98, 1973.

ITALIANER, Alexander; PISANI-FERRY, Jacques. The Regional-Stabilisation Properties of Fiscal Arrangements. In MORTENSES, Jorgen. **Improving Economic and Social Cohesion in the European Community**, New York: St. Martin's Press, p. 155-194, 1994.

KAPLAN, Jacob., SCHLEIMINGER, Gunther. **The European Payments Union: Financial diplomacy in the 1950s**. Oxford, New York, Toronto, and Melbourne: Oxford University Press, Clarendon Press, 1989.

KENEN, Peter. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In

MUNDELL, Robert, SWOBODA, A. **Monetary Problems of the International Economy**. University of Chicago Press, 1969.

KIM, Sukkoo. Economic Integration and Convergence: U.S. Regions 1840-1987, [Working Paper N. 6335] **National Bureau of Economic Research**, 1997.

KRUGMAN, Peter. Lessons from Massachusetts for EMU. In TORRES, Francisco, GIAVAZI, Francesco. **Adjustment and Growth in the European Monetary Union**. Cambridge University Press, 1993.

LUDLOW, Piers. From Deadlock to Dynamism: The European Community in the 1980s. In DINAN, Desmond. **Origins and Evolution of the European Union**, Orford: Oxford University Press, p. 218-132, 2006.

MAES, Ivo. On the Origins of the Franco-German EMU Controversies. **European Journal of Law and Economics**, v. 17, n. 1, pp. 21-39, 2004.

MacDougall Report (Commission of the European Communities) (1977) Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration, v. 1-2, Brussels, 1977.

MASSON, Paul. Fiscal Dimensions of Emu. **The Economic Journal**, v. 106, n. 437, p. 996-1004, 1996.

MASSON, Paul; Jacque, MELITZ. Fiscal Policy Independence in a European Monetary Union. **Open Economy Review**, v. 2, p. 113-136, 1991.

MILNE, Richard. Fanciful and dangerous risks of a eurobond panacea. **Financial Times**, 2011. Disponível em: <<http://journalisted.com/article/285sx>> Acesso em: 15 de out. 2012.

MCKINNON, Ronald. Optimum Currency Areas. **American Economic Review**, n. 53, 1963.

MEADE, James. The Balance of Payments Problems of a European Free Trade Area. **The Economic Journal**, v. 67, pp. 379-96, 1957.

MELITZ, Risk Sharing and EMU. **Journal of Common Market Studies**. Special Issue, v. 42, n. 4, pp. 815-40, 2004.

MINTZ, Norman. Monetary Union and Economic Integration. **The Bulletin**, New York University, 1970.

MONGELLI, Francesco. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling US? **European Central Bank**, 2002.

_____. European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory [Economic Papers] **European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications**, 2008.

MUNCHAU, Wolfgang. Eurobonds and fiscal union are the only way out. **Financial Times**. Disponível em <<http://www.ft.com/cms/s/0/9e3d5db2-dfca-11e0-b1db-00144feabdc0.html#axzz1uBxtAqWQ>>. Acesso em 5 de ago. 2012

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

_____. Updating the Agenda for Monetary Union. In BLEJER, Mario; FRANKEL, Jacob; LAIDERMAN, Leonardo; RAZIN, Assaf. **Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments**. Washinton D.C: International Monetary Fund, 1997.

MUSGRAVE, Richard. **Public Finance in Theory and Practice**. New York: McGraw-Hill, 1989.

OATES, Wallace. Introduction. In OATES, Wallace. **The Economics of Fiscal Federalism and Local Finance**. Aldershot: Edward Elgar, 1998.

_____. An Essay on Fiscal Federalism. **Journal of Economic Literature**, American Economic Association, v. 37, n. 3, pp. 1120-1149, 1999.

OBSTFELD, Maurice; PERI, Giovanni. Regional Nonadjustment and Fiscal Policy: Lessons for EMU [Working Paper N. 6431] **National Bureau of Economic Research**, 1998.

PACHECO, Luis. Fiscal Federalism, EMU and Shock Absorption Mechanisms: A Guide to the Literature. **European Integration Online Papers**, v. 4, 2000.

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso, *et al.* **Efficiency, Stability, and Equity: A Strategy for The Evolution of the Economic System of the European Community**. Oxford: Oxford University Press, 1987.

PATTERSON, Ben; AMATI, Simona. Adjustment to Assimetric Shocks [Economic Affairs Series N. 104] **European Parliament**, 1998.

PEREZ, Pedro; Denise, OSBORN; Marianne SENSIER. Business Cycle Affiliations in the Context of European Integration. **Applied Economics**, v. 39, n. 2, pp. 199-214, 2007.

ROBSON, Peter. **The Economics of International Integration**. London: Allen and Unwin. 1987.

ROGOFF, Kenneth. A Centerless Euro Cannot Hold. **CNN WORLD**, 2012. Disponível em <<http://globalpublicsquare.blogs.cnn.com/2012/04/04/rogoff-a-centerless-euro-cannot-hold/>> Acesso em: 10 de ago. 2012

ROUBINI, Nouriel, Entrevista ao jornal **Le Monde**. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimasnoticias/redacao/2010/06/08/estamos-em-uma-zona-perigosa-diz-o-economista-quer-previu-a-crise-nouriel-roubini.jhtm>> Acesso em: 8 de jun. 2012.

SACHS, Jeffrey; SALA-I-MARTIN, Xavier. Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States. In GANZONERI,

Matthew, GRILLI, Vittorio; MASSON, Paul. **Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.** Cambridge: Cambridge UP, pp. 195-219, 1992.

SAPIR, Jacques. Pour l'Euro, l'heure du bilan a sonné: Quinze leçons et six conclusions. [Working Papers Series N. 12]. **Fondation Maison des sciences de l'homme**, 2012.

SCHELKLE, Waultraud. The Optimum Currency Area Approach to European Monetary Integration: Framework of Debate or Dead End? **London South Bank University Papers** n. 2, 2001

SNAITH, Holly. Does the scope of Optimal Currency Area theory suggest the need for greater (Multi-Level) fiscal Governance in the Eurozone? Paper apresentado na Conferência da **British International Studies Association**, 2012

SØRENSEN, Bent; YOSHA, Oved. International Risk Sharing and European Monetary Unification. **Journal of International Economics**, v. 45, pp. 211-238, 1998.

TAVLAS, George. The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. **The World Economy**, v. 16, n. 6, pp. 663-685, 1993.

VON HAGEN, Jurgen. Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US. In FAIR, Don; DE BOISSIEUX, Christian, **Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe**. Dordrecht: Kluwer, 1992.
 _____. Fiscal Policy and Intranational Risk-Sharing. [Working Paper N. 13], **Zentrum für Europäische Integrationsforschung**, pp. 98-13, 1998.

_____. Achieving Economic Stabilization by Sharing Risk with Countries. In BROADWAY, Robin; SHAW, Anwar. **Intergovernmental Risk Sharing: Principles and Practices**. Washington DC: World Bank, 2007.

VON HAGEN, Jürgen; EICHENGREEN, Barry, Fiscal Restraints, and European Monetary Union. **The American Economic Review**, v. 1. 86, n. 2, pp. 134-138, 1996.

Werner Report. Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community. Supplement to Bulletin, Luxembourg, 1970.

WYPLOSZ, Charles. Monetary Union and Fiscal Policy Discipline. **European Economy**. Special Edition, n. 1, 1991.

_____. European Monetary Union: the Dark Sides of a Major Success. **Economic Policy**, v. 21, n. 46, pp. 207-261, 2005.

ZIMMERMAN, Klaus. Labor Mobility and the Integration of European Labor Markets [Discussion Paper Series N. 3999] **The Institute for the Study of Labor (IZA)**, Bonn, 2008.

Anexos

ANEXO 1 – Critérios para Áreas Monetárias Ótimas

Flexibilidade de preços e salários	O processo de absorção de choques apresenta menor possibilidade de gerar desemprego sustentado e inflação	Friedman (1953) Mundell (1961)
Mobilidade dos fatores de produção	Reduz a necessidade de se alterar preços reais dos fatores e taxas de câmbio nominais como resposta a choques	Mundell (1961)
Integração dos mercados financeiros	Pode acomodar choques por meio dos fluxos de capitais entre os países	Ingram (1962) Mundell (1973)
Grau de abertura econômica	Mudanças nos preços internacionais de bens comercializáveis são transmitidas ao custo de vida doméstico, diminuindo a eficácia dos instrumentos monetários	Mckinnon (1963)
Diversificação na produção e no consumo	Dilui o possível impacto de choques em qualquer setor em particular	Kenen (1969)
Taxas de inflação similares	Faz com que os termos de troca também permaneçam estáveis	Fleming (1961)
Integração fiscal	Permite a transferência de fundos, facilitando a acomodação a choques	Kenen (1969)
Integração política	Garante os compromissos acordados, sustenta a cooperação e encoraja o desenvolvimento de instituições.	Mintz (1970); Haberler (1970);

Fonte: elaboração própria, baseada em Mondelli (2008)

ANEXO 2 – Resultados das regressões para efeito dos mecanismos de transferência fiscal nos EUA

Autor	Redistribuição	Estabilização
Relatório MacDougall (1977)	28%	
Sachs & Sala-i-Martin (1992)	33-40%	
Von Hagen (1992)	47%	10%
Italianer & Pisani-Ferry (1994)		17%
Bayoumi & Masson (1995)	7-22%	7-30%
Melitz & Zumer (1998)	16%	12-22%
Sorensen & Yosha (1997)		15%
Fatás (1998)		11%
Obstfeld & Peri (1998)	19%	10%

Fonte: Von Hagen (1998)

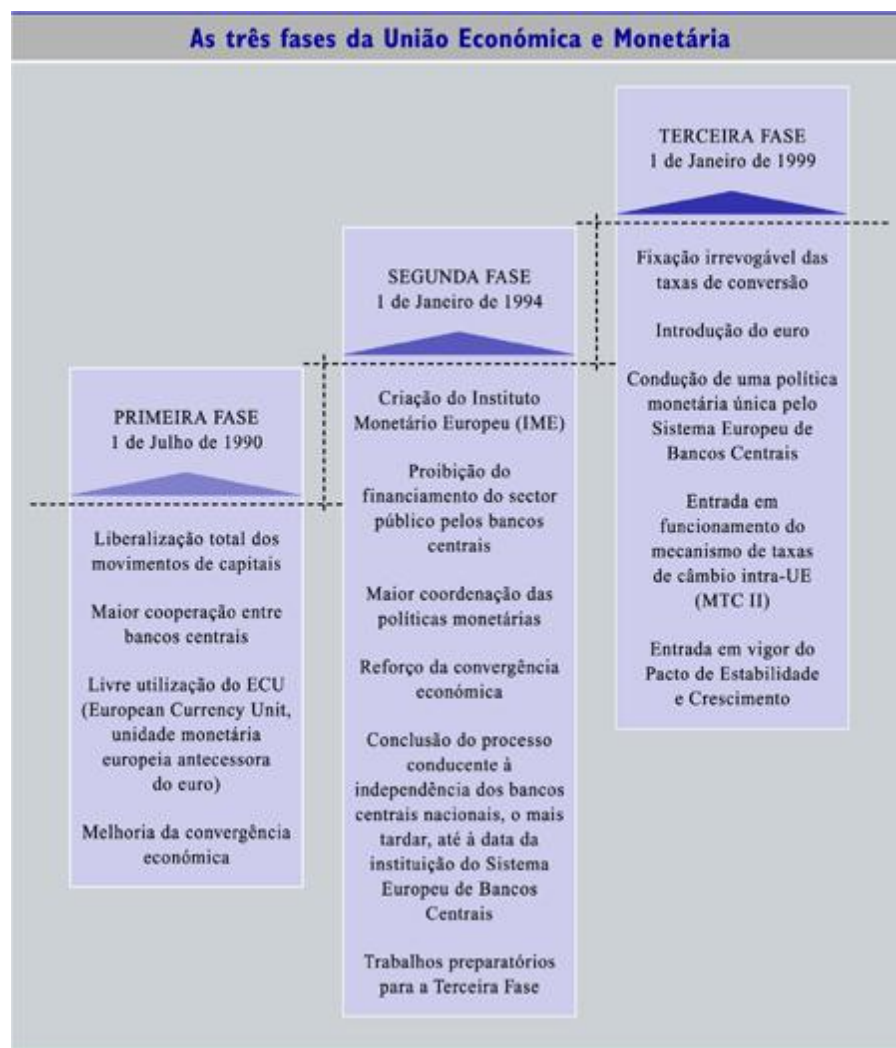
ANEXO 3 – Os principais passos da integração monetária

1958	Criação do Comitê Monetário
1962	Primeira proposta de união econômica e monetária entre os membros da EEC
1964	Formado o Comitê de Presidentes dos BCs para aumentar a cooperação entre os países da CEE
1970	Relatório Werner lança um plano para uma união econômica e monetária até 1980
1972	O sistema "Serpente" entra em funcionamento visando a diminuição progressiva das margens de flutuação entre as moedas europeias
1973	O Fundo Europeu de Cooperação Monetária é criado para assegurar o funcionamento da "Serpente"
1974	O Conselho do ECOFIN adota a decisão de fomentar a convergência das políticas econômicas
1979	O Sistema Monetário Europeu é Criado
1987	Acordo Basle-Nyborg para fortalecer o SEM
1988	O Conselho Europeu encarrega um comitê, presidido por Jacques Delors, de encaminhar uma proposta para a realização da união monetária
1989	O Relatório Delors é submetido ao Conselho Europeu
1989	O Conselho Europeu aprova a implementação da UME em três estágios

1990	É finalizado o Relatório "One Money, One Market"
1990	O primeiro estágio da UME tem início
1990	Uma Conferência Intergovernamental é reunida para preparar para os estágios II e III da UME
1992	É assinado o Tratado de Maastricht
1993	O Tratado entra em vigor
1994	O segundo estágio da UME tem início
1997	O Conselho Europeu acorda o Pacto de Estabilidade e Crescimento
1998	Os seguintes países são considerados aptos a adotarem o euro: Alemanha, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Holanda. São apontados os membros do BCE
1998	São criados o BCE e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)
1998	Em outubro, o BCE anuncia a estratégia e o quadro operacional para a política monetária comum, a ser conduzida a partir de 1 de Janeiro de 1999
1999	A terceira etapa da UME tem início, o euro é lançado e as taxas de câmbio são irrevogavelmente fixadas
2001	A Grécia integra a zona do euro
2002	São introduzidas as notas e moedas
2004	Os Bancos Centrais de 10 países passam a integrar SEBC
2007	A Eslovênia adere ao euro
2008	Chipre e Malta aderem ao euro. Bulgária e Romênia aderem à UE e ao ESCB.

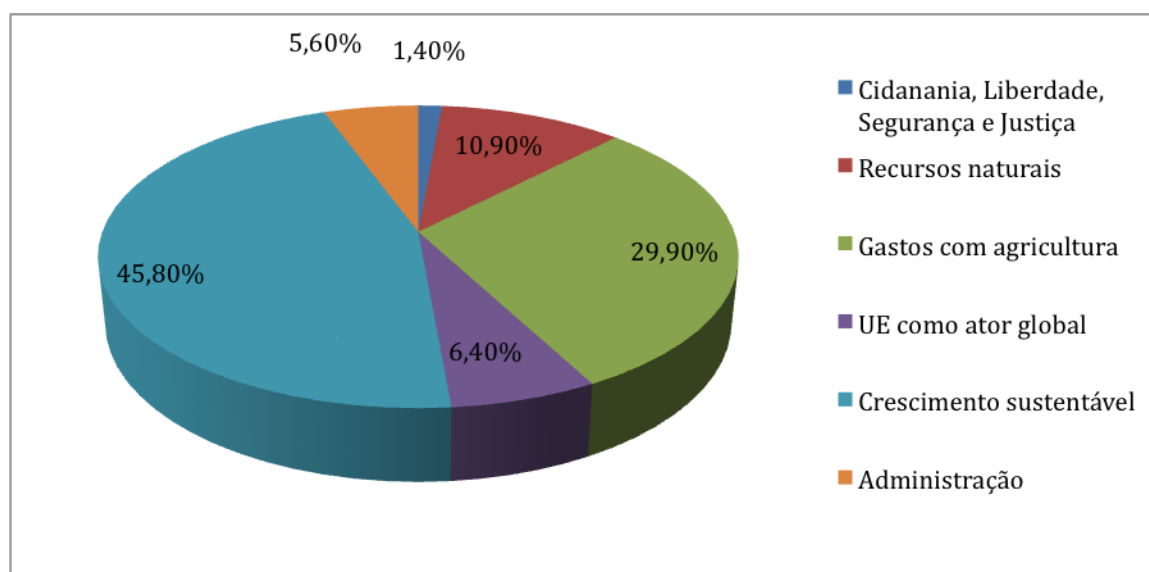
Fonte: Mondelli (2008)

ANEXO 4 – Os três estágios da União Económica e Monetária



Fonte: Banco Central Europeu

ANEXO 5 – Distribuição acordada do orçamento europeu em 2011



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Comissão Europeia (2012)

ANEXO 6 – Chave de contribuição para o MEE por país

Membro do MEE	Contribuição (%)
Reino da Bélgica	3,4771
República Federal da Alemanha	27,1464
República da Estônia	0,186
Irlanda	1,5922
República Helênica	2,8167
Reino de Espanha	11,9037
República Francesa	20,3859
República Italiana	17,9137
República de Chipre	0,1962
Grão-Ducado do Luxemburgo	0,2504
Malta	0,0731
Reino dos Países Baixos	5,717
República da Áustria	2,7834
República Portuguesa	2,5092
República da Eslovênia	0,4276
República Eslovaca	0,824
República da Finlândia	1,7974

Fonte: Tratado de criação do MEE