

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**DIFERENTES ARRANJOS DE UNIÕES MONETÁRIAS:
ESTADOS UNIDOS E UNIÃO EUROPEIA**

Porto Alegre

2017

SUELEN MASCARINI DE SOUZA ROMERO

**DIFERENTES ARRANJOS DE UNIÕES MONETÁRIAS:
ESTADOS UNIDOS E UNIÃO EUROPEIA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Porto Alegre

2017

CIP - Catalogação na Publicação

Romero, Suelen Mascarini de Souza
Diferentes arranjos de uniões monetárias :
Estados Unidos e União Europeia / Suelen Mascarini
de Souza Romero. -- 2017.
87 f.

Orientador: Ronald Otto Hillbrecht.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,
BR-RS, 2017.

1. União monetária. 2. Crise econômica. 3.
Instituições financeiras. I. Hillbrecht, Ronald Otto
, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

SUELEN MASCARINI DE SOUZA ROMERO

**DIFERENTES ARRANJOS DE UNIÕES MONETÁRIAS:
ESTADOS UNIDOS E UNIÃO EUROPEIA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 06 de janeiro de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Eugenio Lagemann
UFRGS

Prof. Dr. Flavio Tosi Feijó
UFRGS

Prof. Dr. Milton André Stella
PUCRS

À minha família, Roberto, Marlei, Fabiola,
Suelene e Tamara.

AGRADECIMENTOS

Não poderia deixar de mencionar minha enorme gratidão a todos aqueles que direta ou indiretamente cooperaram para a conclusão desta dissertação. Agradeço, primeiramente, aos professores e coordenadores do Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, com ênfase em Economia Aplicada, em especial ao meu orientador Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht por conceder apoio e conhecimento na realização desta dissertação. Também devo destacar as secretárias do PPGE, Iara Machado e Maria Delourdes da Fonseca, que fazem um excelente trabalho ao apoiar todos os pós-graduandos nas mais diversas dúvidas, o que para mim significou maior conforto durante os meus anos de mestrado.

Tenho que ressaltar a enorme importância de minha família, neste caso também incluo os cunhados: Marcos e Carlos, pelo apoio incondicional que recebo, sem eles não conseguiria realizar grandes feitos ao longo de minha vida e estes anos de mestrado. Su, obrigada, por ser minha verdadeira inspiração, por me fazer não desistir.

Por último, mas não menos importante, minha gratidão aos colegas e amigos. Aqui talvez seja a parte mais difícil de agradecer, pois foram muitos os que participaram e fizeram diferença nestes anos, até pode parecer clichê, mas conseguiria encher páginas e páginas de nomes importantes. Não quero ser injusta com ninguém, aos amigos dos anos de 2014, 2015 e 2016. No entanto, não posso deixar de destacar o sinônimo de verdadeira amizade, companheirismo, cumplicidade entre outras muitas qualidades que encontrei neste mestrado, obrigada Assilio Araújo, Lucas Rodrigues e Enclave Mineiro, por me acolherem. E a amiga de longa data Ariana Costa, por me ajudar nos últimos momentos da dissertação.

Strong reasons make strong actions.
William Shakespeare

RESUMO

Esta dissertação possui como objetivo entender as principais diferenças de duas uniões monetárias, e assim compreender quais são os impactos da estrutura institucional sobre o crescimento e desenvolvimento econômico dos países membros e/ou estados membros das uniões monetárias. Especificamente, foca nas estruturas institucionais da União Europeia e da União Federalista dos Estados Unidos. Para tal, o trabalho apresenta os diferentes arcabouços institucionais da União Europeia e da União Federalista dos EUA e faz uma análise comparativa entre eles. O método escolhido para tal foi de análise descritiva das experiências da União Monetária Europeia em comparação a União Federativa dos Estados Unidos. Neste sentido, dividiu-se a dissertação em cinco capítulos, incluindo o capítulo introdutório e as considerações finais. No capítulo 2, “Integração Econômica”, realiza-se uma revisão da teoria sobre áreas monetárias ótimas e federalismo fiscal. O intuito deste capítulo é a compreensão teórica para a análise dos capítulos seguintes. No capítulo 3, “Uniões Monetárias”, analisa-se a experiência da União Monetária Europeia, apresentando os principais desdobramentos de sua criação e o desempenho macroeconômico ao longo dos dezessete anos de existência, destacando a crise vivida pela zona do euro. A experiência da União Federalista dos Estados Unidos é analisada de forma comparativa com a União Europeia no capítulo 4, “Análise Comparativa”, bem como seus arranjos institucionais. Por fim, nas considerações finais, são apresentadas as reflexões do trabalho. Em geral, as diferenças encontradas nos arranjos institucionais das duas uniões monetárias estudadas justificam os principais impulsionadores das desigualdades no desempenho econômico das mesmas.

Palavras-chave: União Monetária. Crises. Instituições.

ABSTRACT

The aim of this study is to understand the main differences of two monetary unions, and thus understand what the impacts of the institutional framework for economic growth and development of member countries and/or member states of monetary unions. In particular, it analyses the institutional structures of the European Union and the United States Union. For this, the work presents a revision the different institutional frameworks of the EU and the US and makes a comparative analysis between them. The method chosen for this purpose was a descriptive analysis of the experiences of the European Monetary Union in comparison with of the Federal Union of the United States. In this sense, it divided the work into five chapters, including a brief introduction chapter and the conclusion. In Chapter 2, "Economic Integration", it is carried out a review of the theory of Optimum Currency Areas (OCA) and fiscal federalism. The purpose of this chapter is the theoretical understanding for the analysis of the following chapters. In Chapter 3, "Monetary Unions", it is analysed the experience of the European Monetary Union, with the main consequences of its creation and macroeconomic performance over the seventeen years of existence, highlighting the crisis of the euro zone. The experience of the US Federalist Union is analysed in comparison with the European Union in Chapter 4, "Comparative Analysis", and its institutional arrangements. Finally, the final remarks, presents the reflections of this work. Overall, the differences in the institutional arrangements of the two studied monetary unions justify the main drivers of inequalities in economic performance both of them.

Keywords: Monetary Union. Crisis. Institutions.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Curva LL e Curva GG.....	16
Figura 2 – Equilíbrio entre as curvas LL e GG	17
Figura 3 – Flexibilidade, Integração e Simetria	18
Gráfico 1 – Taxa Média Anual de Crescimento Econômico da Zona do euro.....	42
Gráfico 2 – Taxa Média de Crescimento Econômico dos Países da Zona do euro.....	43
Gráfico 3 – Transações Correntes (% PIB)	46
Gráfico 4 – Transações Correntes (% PIB)	47
Gráfico 5 – Dívida Pública (% PIB).....	50
Gráfico 6 – Dívida Total da Zona do euro (% PIB)	53
Gráfico 7 – PIB Real: Zona do euro e Estados Unidos	66
Gráfico 8 – Taxa de Desemprego: Zona do euro e Estados Unidos.....	67
Gráfico 9 – Dívida Pública % PIB	68
Gráfico 10 – Déficit Público % PIB	68
Quadro 1	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Taxa de Desemprego (%)	44
Tabela 2 – Indicadores macroeconômicos, países da zona do euro, 2000-2015	45

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	INTEGRAÇÃO ECONÔMICA.....	13
2.1	Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: União Monetária, Fiscal e Bancária	14
2.2	Teoria do Federalismo Fiscal	25
2.3	Considerações	33
3	UNIÕES MONETÁRIAS	34
3.1	União Monetária Europeia	34
3.1.1	Principais desdobramentos da criação do euro.....	34
3.1.2	Principais preocupações da União Monetária Europeia e desempenho macroeconômico	38
3.1.3	Origem da Crise na União Monetária Europeia.....	47
3.1.4	Causas da Crise	49
3.1.5	Medidas Adotadas.....	52
3.2	União Monetária dos Estados Unidos.....	55
3.2.1	Principais Desdobramentos da Criação da União Monetária dos Estados Unidos	56
3.2.2	Sistema Federal nos Estados Unidos	57
3.3	Considerações	61
4	ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE A UNIÃO MONETÁRIA DA EUROPA E DOS ESTADOS UNIDOS.....	62
4.1	O Papel da Estrutura Institucional para o Crescimento e Desenvolvimento Econômico	62
4.2	Diferentes Arranjos de Uniões Monetárias: União Monetária Europeia <i>versus</i> União Monetária Norte-Americana.....	66
4.3	Considerações	75
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	77
	REFERÊNCIAS	81
	APÊNDICE A - TRANSAÇÕES CORRENTES.....	86
	APÊNDICE B - TAXA DE CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	87

1 INTRODUÇÃO

A crise que se instaurou há sete anos na União Europeia traz questionamentos sobre os principais motivos que a originaram e por que ela perdura tanto tempo. O que se percebe é que a estrutura original da União Monetária Europeia não foi capaz de conduzir alguns países membros a um crescimento econômico favorável, levando-os a afundarem em constantes crises. A crise que se iniciou na Grécia, no ano de 2009, se alastrou para os países da periferia levando a uma instabilidade na zona do euro.

A dívida pública grega não é recente. No entanto, observa-se que a crise econômica grega se refletiu no aumento do endividamento do país. Em 2010, pela primeira vez, a Grécia teve que ser socorrida pela Troika, grupo composto pelos governos da Comissão Europeia, Banco Central Europeu e FMI. Em Novembro de 2010, foi a vez da Irlanda, seguida de Portugal, em maio de 2011. Os resgates feitos pela Troika significaram a quebra de uma das cláusulas do Tratado de Maastricht, a cláusula de *no-bailout*, ou seja, a responsabilidade de cada país membro da União Europeia ultrapassou aos outros membros.

Nesse sentido, a União Monetária Europeia parece não ter apresentado os benefícios propalados pela teoria das Áreas Monetárias Ótimas. Alguns países membros não exibiram melhorias econômicas. Além do mais, em situação de crise não conseguiram responder aos choques negativos e acabaram por romper com alguns dos critérios do Tratado de Maastricht, a exemplo da manutenção dos déficits inferiores a 3% do PIB.

Dessa maneira, diante do contexto na zona do euro, a estabilidade da União Monetária Europeia é colocada à prova. Passados cinco anos do primeiro empréstimo grego, o país encontrava-se com elevados déficits públicos, altos índices de desemprego e de pobreza, assim como baixos níveis de produtividade. A Grécia, em 2015, passou por um plebiscito que decidiu a favor da permanência do país na zona do euro. Este resultado não representa que todos os países membros da zona do euro estão satisfeitos com a união, mas pode ser uma sinalização que manterão esforços para que continue existindo.

É importante ressaltar que desde a sua criação a União Europeia sofreu alguns ajustes estruturais. Por exemplo, criou-se o Mecanismo de Estabilidade Financeira. Esse instrumento teve como compromisso garantir a estabilidade financeira de toda a União Monetária Europeia. Nesse contexto, o questionamento que vem à tona é: por que os esforços da União Europeia não tiveram resultados satisfatórios para todos os países membros? A resposta para a pergunta pode ser encontrada por meio da avaliação dos arranjos institucionais de diferentes uniões monetárias.

Uma união monetária existe quando ocorre o uso de uma moeda comum entre diferentes países ou dentro do mesmo território nacional. Por exemplo, a União Monetária Europeia é uma união entre países, já nos Estados Unidos a união monetária ocorre como uma união entre estados. De forma distinta do que acontece com uniões monetárias entre países, em que o país decide fazer parte ou não da união monetária, na união monetária de um único país não há espaço para a escolha, sendo obrigatória a participação de todos os estados.

Dessa forma, o trabalho proposto tem como objetivo entender as principais diferenças de duas uniões monetárias, e assim compreender quais são os impactos da estrutura institucional sobre o crescimento e desenvolvimento econômico dos países membros e/ou estados membros das uniões monetárias. Especificamente, foca nas estruturas institucionais da União Europeia e a União dos Estados Unidos. Para tanto, o trabalho apresenta os diferentes arcabouços institucionais da União Europeia e da União Federalista Norte-Americana e faz uma análise comparativa entre eles.

A partir da caracterização das diferenças entre as uniões se torna possível ter indícios de qual tipo de união se configura como um modelo mais apropriado para o fornecimento de estabilidade e crescimento econômico. Essa comparação permite analisar o contexto de centralização *versus* descentralização para as políticas monetárias e fiscais. Além disso, essa análise possibilita indicar alguns dos ajustes na estrutura da união que devem ocorrer para que as políticas monetárias e fiscais tenham resultados efetivos.

Para atingir tal objetivo, a dissertação está estruturada em 5 capítulos. Além da introdução, presente no primeiro capítulo, o segundo capítulo apresenta a teoria da integração econômica, com o foco nas Áreas Monetárias Ótimas e nos seus custos e benefícios. Em seguida, apresenta a teoria do federalismo fiscal.

No terceiro capítulo, é apresentado o histórico da criação da União Monetária e seus resultados e ajustes institucionais realizados até hoje. Ademais, destaca elementos que mostrem a motivação para a integração da União Monetária Europeia. Posteriormente, descreve-se a história da criação da União Monetária dos Estados Unidos e o modo que se dividem as responsabilidades nos diferentes níveis de governo. Desta maneira, será possível compreender o funcionamento de cada uma das duas uniões. Em sequência, no quarto capítulo, realiza-se uma análise comparativa dos arranjos institucionais estudados, enfatizando os impactos institucionais em termos de crescimento e instabilidade macroeconômica. Finalmente, na conclusão, são apresentadas as considerações finais sobre o tema.

2 INTEGRAÇÃO ECONÔMICA

Para entender como se forma a estrutura institucional de cada união monetária e os seus impactos no crescimento e desenvolvimento econômico dos países membros e/ou estados membros se faz necessário uma compreensão teórica da integração econômica. Para tal, realiza-se uma revisão da teoria sobre áreas monetárias ótimas e federalismo fiscal.

A integração econômica é a eliminação de barreiras aos movimentos de produtos, serviços, capitais e pessoas entre nações ou regiões. Dentre as formas de integração econômica destacam-se a área de preferências aduaneiras, a zona de livre comércio, a união aduaneira, o mercado comum, a união monetária e, por último, a união política (BALASSA, 1961).

Área de preferências aduaneiras é a forma mais simples de integração econômica, correspondendo à uma redução ou isenção do imposto de importação para alguns produtos específicos entre os países do acordo. A forma seguinte é a zona de livre comércio. Esta constitui-se em um acordo que elimina barreiras tarifárias e não tarifárias para viabilizar a circulação de bens. Em seguida vem a união aduaneira, que se assemelha à zona de livre comércio, mas adota uma Tarifa Externa Comum (TEC) sobre as importações de países não pertencentes ao acordo. O nível seguinte de integração é denominado de mercado comum. Nesta forma de integração, além das políticas comerciais comuns internas e externas, há também a livre circulação de pessoas, serviços e capital. A penúltima forma de integração econômica é conhecida por união monetária, que adiciona ao mercado comum o fato dos membros abdicarem de sua moeda particular e passarem a utilizar uma moeda comum. Ou seja, nesse tipo de integração há circulação de uma única moeda entre os membros participantes. Finalmente, a união política é a forma mais avançada de integração econômica, representando a unificação das políticas monetárias, fiscais, sociais e anticíclicas, e exige o estabelecimento de uma autoridade supranacional (BALASSA, 1961).

No que diz respeito especificamente à união monetária, podemos dividir a literatura em dois grandes grupos, de defensores e críticos dessa forma de integração. O primeiro grupo entende que a união monetária aumenta a integração econômica, uma vez que a taxa de câmbio fixa exclui o custo de taxação da moeda e facilita a comparação entre os preços em diferentes países, permitindo, desse modo, o aumento da concorrência entre empresas. Já o segundo grupo argumenta que a participação na união monetária significa a perda individual do instrumento de política monetária. Nesse sentido, fazer parte de uma união monetária

representa a utilização de uma política única por todos os países membros, o que pode beneficiar alguns países em prejuízo a outros (BALL, 2012).

Desse modo, a participação em uma união monetária sinaliza um *trade-off* entre custos e benefícios. Quando os benefícios superam os custos parece ser atraente tomar a decisão de aderir a uma união monetária. Além disso, as uniões monetárias podem ser distintas. Uma diferença fundamental é entre uma união monetária entre países e uma união monetária federativa. Em uniões monetárias federativas, o governo federal tem o monopólio do uso coercitivo de poder dentro da união, o que impede que qualquer estado membro abandone a união. Em contraposição, em uniões monetárias entre países não há um poder que garanta a permanência dos países membros na união, de modo que existe a necessidade permanente de os benefícios superarem os custos. Neste contexto, a teoria de áreas monetárias ótimas (AMO) determina as condições que os países devem satisfazer a fim de tornar uma união monetária atrativa (GRAUWE, 2006).

2.1 Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: União Monetária, Fiscal e Bancária

A teoria inicial sobre Áreas Monetárias Ótimas (AMO) tem seu nascimento em um período marcado pelo impasse entre os regimes de câmbio fixo e de câmbio flutuante. Essa teoria surgiu com as contribuições originais de Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1967). Robert Mundell (1961), no artigo *The Theory of Optimum Currency Areas*, elaborou a análise dos ganhos e perdas de um país ao adotar uma moeda única (ou seja, um câmbio fixo). O autor enfatizou em sua teoria as circunstâncias nas quais um país deve abrir mão de sua moeda e compartilhar uma moeda comum com outros países.

A principal preocupação de Mundell (1961) estava na ausência de flexibilidade cambial como medida de ajuste aos desequilíbrios internos e externos. Deste modo, o autor apontou a mobilidade dos fatores de produção, sobretudo a mobilidade do trabalho, como característica fundamental para a decisão de um país abrir mão de sua soberania monetária. Adicionalmente, Mongelli (2008) descreve:

[...] Trade theory has long established that the mobility of factors of production enhances both efficiency and welfare. Such mobility is likely to be modest in the very short run and could display its effect over time. The mobility of factors of production is limited by the pace at which direct investment can be generated by one country and absorbed by another. Similarly, labour mobility is likely to be low in the

short run, due to significant costs, such as for migration and retraining. Mobility, however, may increase in the medium and long run, easing the adjustment to permanent shocks (MONGELLI, 2008, p. 2).¹

Ao aprofundar a discussão de Mundell (1961), McKinnon (1963) sugeriu que o grau da abertura da economia é outra característica que deve ser levada em consideração para a unificação monetária, por sua vez determinado pela razão entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Assim, caso o país apresente alto grau de abertura econômica, é viável pertencer a uma união monetária, tendo em vista a diminuição dos benefícios do câmbio flutuante. Nas palavras de Mongelli (2008):

The higher the degree of openness, the more changes in international prices of tradables are likely to be transmitted to the domestic cost of living. This would in turn reduce the potential for money and/or exchange rate illusion by wage earners (McKinnon (1963). Also, a devaluation would be more rapidly transmitted to the price of tradables and the cost of living, negating its intended effects. Hence the nominal exchange rate would be less useful as an adjustment instrument. Economic openness needs to be assessed along several dimensions, including the overall openness of a country to trade with the world; the degree of openness vis-à-vis the countries with which it intends to share a single currency; the share of tradable versus non-tradable goods and services in production and consumption; and the marginal propensity to import. These dimensions of openness overlap but are not synonymous. Later work showed that monetary integration catalyses further openness: i.e., the “endogeneity of OCA²” (MONGELLI, 2008, p. 3).³

Por último, Kenen (1967) enfatizou as transferências fiscais entre os países membros como forma de minimizar possíveis choques idiossincráticos não absorvidos pela mobilidade dos fatores de produção. Deste modo, segundo Mongelli (2008):

¹ “[...] A teoria do comércio tem estabelecido há muito tempo que a mobilidade dos fatores de produção aumenta tanto a eficiência quanto o bem-estar. Tal mobilidade é provável de ser modesta no curto prazo e poderia mostrar o seu efeito ao longo do tempo. A mobilidade dos fatores de produção é limitada pelo ritmo com que o investimento direto pode ser gerado por um país e absorvido por outro. Do mesmo modo, é provável que a mobilidade do trabalho seja baixa no curto prazo, devido a custos significativos, tais como a migração e a readaptação. A mobilidade, no entanto, pode aumentar no médio e longo prazo, facilitando os ajustes de choques permanentes.” (MONGELLI, 2008, p. 2, tradução nossa).

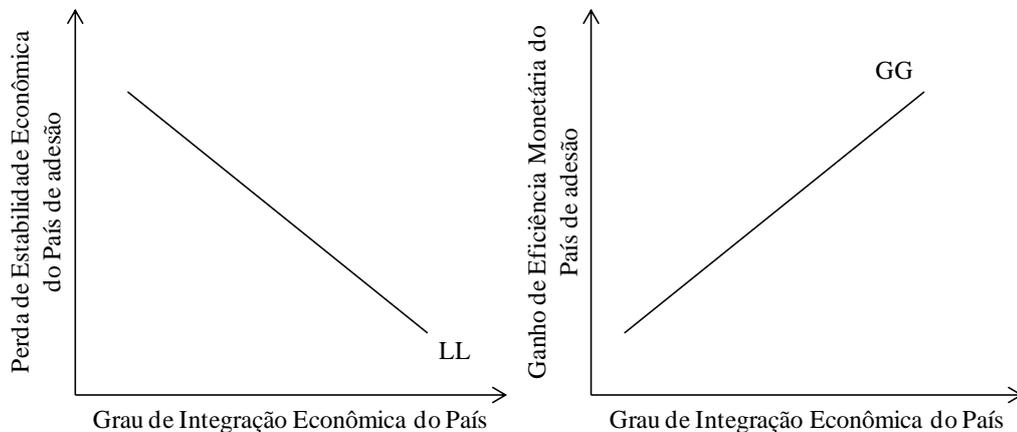
² OCA sigla de *Optimum Currency Areas* traduzido para português como Áreas Monetárias Ótimas (AMO).

³ “Quanto maior o grau de abertura, as mudanças nos preços internacionais dos bens comercializáveis serão passíveis de serem transmitidas ao custo de vida doméstico. Isso, por sua vez, reduziria o potencial da ilusão monetária e/ou cambial dos assalariados (McKinnon, 1963). Além disso, uma desvalorização seria mais rapidamente transmitida ao preço dos bens comercializáveis e ao custo de vida, negando os efeitos pretendidos. Em consequência, a taxa de câmbio nominal seria menos útil como instrumento de ajuste. A abertura econômica precisa ser avaliada em várias dimensões, incluindo a abertura total do comércio de um país com o mundo; o grau de abertura em relação aos países com os quais pretende partilhar uma moeda única; a parcela de bens e serviços comercializáveis versus não comercializáveis na produção e no consumo; e a propensão marginal à importação. Essas dimensões de abertura se sobrepõem, mas não são sinônimos. Estudos posteriores mostraram que a integração monetária catalisa uma maior abertura: isto é, a endogeneidade das Áreas Monetárias Ótimas (AMO).” (MONGELLI, 2008, p. 3, tradução nossa).

Countries sharing a supranational fiscal transfer system to redistribute funds to a member country affected by an adverse asymmetric shock would also be facilitated in the adjustment to such shocks and might require less nominal exchange rate adjustments (Kenen (1969). However, this would require an advanced degree of political integration and willingness to undertake such risk-sharing (MONGELLI, 2008, p. 3).⁴

Krugman e Obstfeld (2010) expressaram graficamente as perdas (curva LL), e os ganhos (curva GG), citados por Mundell, McKinnon e Kenen, como pode ser observado na Figura 1. À esquerda da referida figura, a curva LL demonstra o custo existente na decisão de integrar-se a uma união monetária. A curva LL é negativamente inclinada visto que quanto mais elevado o grau de integração do país com união monetária, mais baixa será a perda da estabilidade econômica. Em contrapartida, à direita da Figura 1, a curva GG apresenta o ganho de eficiência monetária de um país ao entrar para união monetária. Esta curva é positivamente inclinada dado que um alto grau de integração econômica entre o país e a área de câmbio fixo aumenta o ganho de eficiência (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Figura 1 – Curva LL e Curva GG

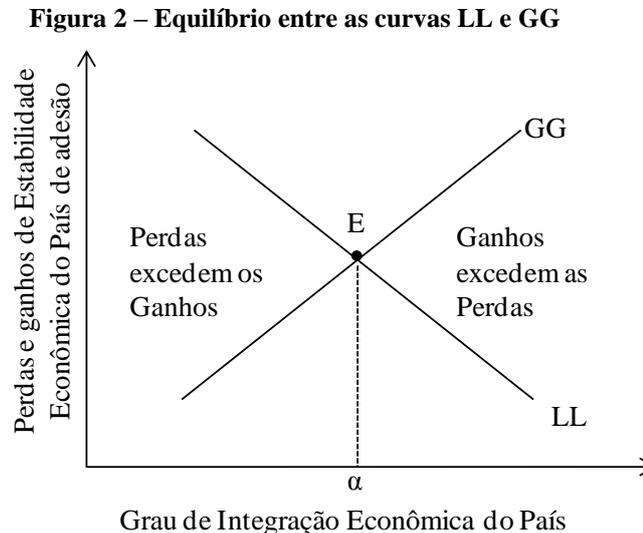


Fonte: Elaboração do autor com base em Krugman e Obstfeld (2010).

A interseção da curva GG e LL permite ao país decidir se deseja aderir ou não à união monetária. Como pode ser visto na Figura 2, o país deve entrar para a união monetária quando o grau de integração for relativamente elevado, isto é, quando os ganhos excederem as perdas.

⁴ “Os países que partilham um sistema supranacional de transferências fiscais para redistribuir os fundos para um país membro afetado por um choque assimétrico adverso, também seriam facilitados no ajuste a tais choques e poderiam exigir menos ajustes cambiais nominais (Kenen (1969). Contudo, isto exigiria um grau avançado de integração política e disposição para aceitar essa partilha de riscos.” (MONGELLI, 2008, p. 3, tradução nossa).

O ponto E representa o nível mínimo para um país pertencer a um regime de câmbio fixo (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

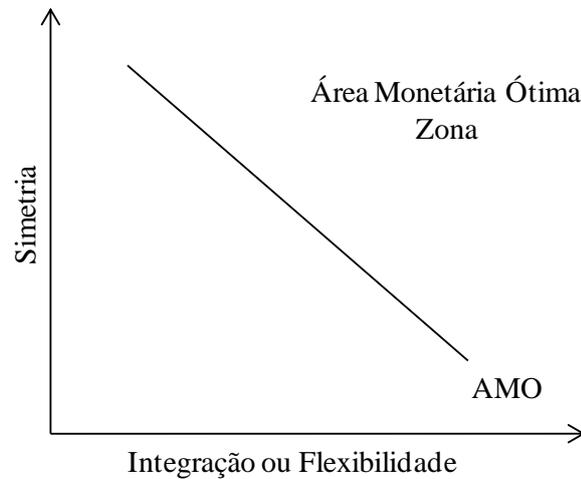


Resumidamente, a renúncia da moeda nacional significa a impossibilidade de utilizar a política monetária e cambial como mecanismo de estabilização (perdas). Por outro lado, compartilhar uma moeda comum significa a diminuição dos custos de transação (ganhos). Logo, quando os ganhos de aderir a uma moeda única ultrapassam as perdas constitui-se uma área monetária ótima (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Grauwe (2006) destacou três condições necessárias para que uma união monetária seja atraente, a saber: flexibilidade, integração e simetria. Nesse sentido, o autor aponta que, quando os países estão em uma união monetária, devem apresentar flexibilidade nos mercados de trabalho de forma a serem capazes de corrigir os possíveis choques assimétricos. Por sua vez, o grau de integração dos mercados entre os países membros é caracterizado pelo autor como sinônimo dos benefícios de usar uma única moeda. E os membros de uma união monetária devem apresentar choques macroeconômicos razoavelmente correlacionados, isto é, simetria nos choques.

Graficamente, a combinação entre simetria e integração ou flexibilidade conforme Grauwe (2006) é expressa na Figura 3 abaixo. A curva AMO (Área Monetária Ótima) representa a relação entre simetria e flexibilidade ou simetria e integração para custos e benefícios de uma união monetária. A inclinação negativa da curva AMO mostra que um declínio na simetria aumenta o custo da união monetária, e estar à direita da curva AMO significa estar em uma situação na qual os benefícios excedem os custos.

Figura 3 – Flexibilidade, Integração e Simetria



Fonte: Elaboração do autor com base em Grauwe (2006)

Para Frankel e Rose (1998), a própria decisão de entrar em uma união monetária afeta as condições que os países devem satisfazer para formar uma área monetária ótima. Assim, surge a ideia de endogeneidade da área monetária ótima. A endogeneidade tem como efeito mover-se da esquerda da curva AMO (figura 3) para a direita até a Área Monetária Ótima Zona. Isso acontece porque a união monetária aumenta o grau de integração econômica e a flexibilidade, ou seja, mesmo que os países inicialmente estejam abaixo da curva AMO (figura 3), o aumento da integração e flexibilidade provocado pela união monetária deslocará os países para cima da curva AMO (GRAUWE, 2006).

Grauwe (2006) ressaltou três mecanismos que tornam a Área Monetária Ótima endógena. Primeiro, a união monetária pode afetar o fluxo de comércio e intensificar a integração comercial, o que resulta no aumento dos benefícios da união monetária. Segundo, a união monetária ocasiona uma maior integração financeira que facilita o surgimento de mecanismos de proteção, o que leva à redução dos custos dos choques assimétricos. E por último, a integração monetária impacta o funcionamento do mercado de trabalho, o que pode ter como resultado o aumento da flexibilidade e, por conseguinte, a diminuição do custo de choques assimétricos (GRAUWE, 2006).

Mongelli (2002) destacou os três custos opostos aos três principais benefícios de entrar em uma união monetária (MONGELLI, 2002). O primeiro custo é a deterioração da eficiência microeconômica em contraposição, obviamente, ao benefício da melhoria da eficiência microeconômica. A deterioração da eficiência microeconômica é representada pela mudança da moeda. Esse custo é produzido no tempo de adaptação à “nova” moeda; na escolha correta da paridade nominal da taxa de câmbio modificada; e nos desequilíbrios nas contas externas

até que preços e salários se ajustem aos países membros da moeda comum (MONGELLI, 2002). O autor apontou que:

A neo-classical optimal public finance argument against relinquishing monetary sovereignty is that joining a monetary union prevents a national government from equalising the marginal cost from taxation and inflation (i.e., losing control over the “inflation tax”). But such a scheme may conflict with the price stability objective (MONGELLI, 2002, p. 35).⁵

Em contraste, o benefício da melhoria da eficiência microeconômica é proveniente do aumento da circulação da moeda, da eliminação da incerteza cambial, da extinção da necessidade de reservas internacionais para transações intra-união e da intensificação da integração comercial e fiscal na união. Esse benefício fortalece o mercado interno de bens e serviços dos países membros, estimula o comércio, aumenta o investimento de baixo risco e promove entre os membros uma melhora da alocação de recursos e maiores investimentos estrangeiros diretos.

O segundo custo/benefício é a diminuição ou o aumento, respectivamente, da estabilidade macroeconômica. O custo é representado pela perda do controle direto sobre a política monetária e sobre a taxa de câmbio. A responsabilidade de definir a política monetária e a taxa de câmbio é transportada para o nível supranacional. Assim, países membros ficam impedidos de utilizá-las como instrumento de correção aos choques assimétricos de demanda. Por seu turno, o benefício é proveniente da melhoria na estabilidade dos preços em geral, do aumento da competição entre as empresas e do bem-estar dos consumidores em função da maior transparência nos preços. Além disso, também ocorre a redução dos fluxos especulativos entre os países membros, as prerrogativas oriundas do aumento do peso da moeda nas relações monetárias internacionais (como a obtenção de receitas adicionais), o estímulo ao mercado financeiro doméstico e o aumento da confiança para membros com histórico inflacionário, dado o fato de se beneficiarem de uma âncora anti-inflacionária. É importante ressaltar que o benefício do aumento da estabilidade macroeconômica não significa que a moeda única proteja os membros dos efeitos reais de choques econômicos (MONGELLI, 2002).

⁵ “Um argumento neoclássico de finanças públicas contra a renúncia à soberania monetária é que a adesão a uma união monetária impede que um governo nacional equalize o custo marginal da tributação e da inflação (ou seja, perdendo o controle sobre o ‘imposto inflacionário’). Mas tal esquema pode entrar em conflito com o objetivo de estabilidade de preços.” (MONGELLI, 2002, p. 35, tradução nossa).

Por fim, existe o custo e o benefício dos efeitos externos. Efeitos externos negativos podem ser oriundos de um possível contágio da falta de confiança e os efeitos positivos, da eliminação do custo de transação, da receita de senhoriagem internacional, da diminuição das reservas de divisas e da simplificação da coordenação internacional (MONACELLI, 2016; MONGELLI, 2002).

Os estudos dos custos e benefícios de se fazer parte de uma união monetária intensificaram-se ainda mais após a criação da União Monetária Europeia. Desde o surgimento desta uma longa tradição de estudos⁶ foi desenvolvida na tentativa de avaliar se a mesma corroborou (ou não) a expectativa de benefícios, entre os quais o aumento da integração das economias da Europa e a aceleração do crescimento econômico. Como apontou Ball (2012), alguns estudos encontraram evidências que a integração na Europa de fato aumentou. Estes estudos apontaram que o comércio entre os países membros aumentou de 10% a 20%. No entanto, o crescimento econômico parece não ter apresentado grande evolução (BALL, 2012).

O início da crise que se abateu sobre a Grécia evidencia o custo de adotar uma política de um “só tamanho”, isto é, de se manter uma taxa única de juros para toda zona do euro. Além disso, a crise na zona do euro evidenciou a falta de um dos mecanismos de ajustes enfatizados pela teoria das áreas monetárias ótimas: as transferências fiscais. Dado que a teoria econômica indica a política fiscal como passível de minimizar possíveis choques idiossincráticos não absorvidos pela mobilidade dos fatores de produção, a inexistência de transferências fiscais, conforme apontado na teoria das áreas monetárias ótimas, deixa a união monetária mais vulnerável à correção de choques (BALL, 2012).

Como assinalado anteriormente, quando um país decide fazer parte de uma união monetária ele perde sua independência monetária. Por consequência, perde também a capacidade de lidar com choques assimétricos e os governos de financiarem seus déficits orçamentários. Os países que fazem parte da união monetária emitem dívida em uma moeda, a qual é de controle da união, de maneira que estes países podem facilmente ser forçados a um *default* (calote) no mercado financeiro (GRAUWE, 2012).

Exemplificando, suponha um país A e B, onde o país A tem independência monetária e B pertence a uma união monetária. Se os investidores desconfiam de um *default* por parte do governo A ou B, estes investidores podem vender seus títulos dos governos A ou B, levando a

⁶ Ver Mongelli (2002), Eichengreen (2005) e Grauwe (2006).

um aumento da taxa de juros. No caso do país A, após os investidores venderem seus títulos, eles detêm moeda do país A, que em grande parte vendem no mercado de câmbio. Com o aumento da moeda em circulação, o preço da moeda cai até encontrar investidores dispostos a pagar um determinado preço. O efeito deste mecanismo é que a moeda local está circulando dentro do país A, ou seja, não altera o estoque total de moeda local. Isto significa que os investidores não podem ativar uma crise de liquidez no país A, o que teria como resultado um *default* soberano.

No país B, por outro lado, quando realizam a venda de seus títulos os investidores detêm moeda da união monetária. Isso significa que eles podem investir em qualquer país integrante da união monetária, o que por sua vez significaria uma fuga de capital do país B. Como o país B está em uma união monetária, não consegue utilizar a política monetária e cambial como forma de evitar a saída de capital. A saída de capital do país B diminui o total de liquidez, levando possivelmente o governo do país B a uma crise de liquidez. Dependendo da intensidade dessa crise, pode resultar em um *default* por parte do governo deste país.

Pode-se destacar que o mercado financeiro tem um papel importante em uniões monetárias. Quando o investidor desconfia da fragilidade do governo em honrar sua dívida, eles vendem seus títulos, que pode gerar elevação da taxa de juros de mercado, o que leva a uma crise de liquidez. O aumento da taxa de juros recai na dívida pública, de maneira que o governo precisa reduzir gastos e/ou aumentar impostos. Essa austeridade fiscal pode levar o governo ao *default*. Esta análise demonstra que em uniões monetárias os países membros são vulneráveis a movimentos de desconfiança por parte dos mercados financeiros e que uma crise da dívida pública de um membro de uma união monetária poder ampliar a assimetria dos choques de demanda (GRAUWE, 2012).

A assimetria corresponde à questão que os países sofrem distintos tipos de choques e têm distintos mecanismos de transmissão. Segundo Grauwe (2012), o custo de pertencer à união monetária é evidenciado quando os choques são assimétricos. O autor apontou que algumas fontes de assimetria são: divergências no deslocamento da demanda agregada, divergência nas preferências quanto à inflação e ao desemprego, diferenças nos mercados de trabalho, divergências nos sistemas legais, divergências nas taxas de crescimento do PIB e divergências nos regimes fiscais.

Em resumo, a literatura de áreas monetárias ótimas considera que quanto maior for o risco de choques assimétricos, maior será a necessidade de flexibilidade do mercado de trabalho para compensar a ausência do instrumento cambial. Outra solução seria um compartilhamento de um sistema fiscal supranacional que permitisse a redistribuição de

fundos entre países prósperos e aqueles afetados por choques assimétricos. Tal estratégia poderia compensar a ausência do instrumento cambial. Contudo, o compartilhamento fiscal requer um grau de integração política e uma disposição dos governos nacionais de aceitar a dispersão dos custos (GRAUWE, 2012). As transferências fiscais poderiam ser realizadas através de impostos ou de gastos.

Conforme assinalado acima, investidores com receio de *default* tendem a retirar seus investimentos no país em crise e investir em países “seguros”. Quando isso ocorre em uma união monetária, o país membro em crise vai apresentar um aumento em sua taxa de juros, enquanto o país membro em que o investidor escolheu investir vai apresentar um declínio da sua taxa de juros, ou seja, um aumento na assimetria dos choques (GRAUWE, 2012).

Desta maneira, Grauwe (2012) enfatizou que:

[...] a monetary union can be very fragile. When it is hit by large asymmetric shocks, the member states of the union face difficult adjustment problems. Since asymmetric demand shocks will typically lead to increasing budget deficits in some countries, financial markets may force a liquidity crisis on these countries, thereby amplifying the asymmetric shocks [...] (GRAUWE, 2012, p. 14).⁷

Para Grauwe (2012), os choques assimétricos em uniões monetárias podem ser reduzidos com um mecanismo de política fiscal centralizada. A união fiscal centraliza a dívida dos governos nacionais em dívidas do governo da união ou parte da dívida dos governos nacionais. Sendo assim, a união monetária representaria uma independência monetária, reduzindo a possibilidade de crise de liquidez e de um *default* soberano.

Em países com independência monetária a crise de liquidez é evitada uma vez que os Bancos Centrais de cada país podem ser forçados a fornecer a liquidez necessária para seus soberanos, este conhecido como prestador de última instância. Este papel do Banco Central cria uma garantia implícita para os detentores de títulos dos governos. Deste modo, assim como em países independentes, o Banco Central de uma união monetária também pode desempenhar o papel de Bancos Centrais nacionais, que pode evitar a crise de liquidez e assim um possível *default* soberano (GRAUWE, 2012).

⁷ “[...] uma união monetária pode ser muito frágil. Quando atingidos por grandes choques assimétricos, os estados membros de uma união enfrentam difíceis problemas de ajuste. Uma vez que os choques assimétricos de demanda levarão tipicamente ao aumento dos déficits orçamentários em alguns países, os mercados financeiros podem forçar uma crise de liquidez nesses países, ampliando assim os choques assimétricos [...]” (DE GRAUWE, 2012, p. 14, tradução nossa).

Outro ponto na união fiscal é a criação de um mecanismo de garantia através das transferências de renda entre os países membros. De certo modo, essa ideia remete às transferências fiscais apontadas na teoria das áreas monetárias ótimas, que devem ser executadas por uma instituição comum a todos os países membros (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011). Embora o mecanismo de garantia tenha como intuito diminuir os impactos negativos, pode se defrontar com o problema do risco moral⁸. O termo risco moral foi introduzido por Arrow em 1968 e remete à possibilidade de mudança do comportamento de acordo com a exposição ao risco. Deste modo, países membros pertencentes a uma união monetária podem relaxar suas políticas fiscais e gerar altas dívidas quando estabelecem um mecanismo de garantia (FRANKEL, 2015a).

O mecanismo de garantia também pode ocorrer através de mercados privados. A integração destes mercados leva a uma distribuição do choque negativo sofrido por um específico país membro a toda união, ou seja, redução dos impactos dos choques assimétricos. Entretanto, o mecanismo de garantia em mercados privados resolve o problema de choques assimétricos financeiros (por exemplo, mercado de ações), não reduzindo, por outro lado, choques assimétricos de políticas públicas (por exemplo, desemprego). Portanto, o mecanismo de garantia privado deve ser constituído em conjunto com políticas públicas para que se obtenha o resultado esperado (GRAUWE, 2012).

Para Grauwe (2012), em uniões monetárias a maneira de lidar com o risco moral deve ser através de regras que impossibilitem os governos de atingir alta dívida pública. O autor apontou que é preciso “separar” a liquidez e o risco moral. A responsabilidade de liquidez seria do Banco Central, como prestador de última instância no mercado de títulos dos governos. Já o problema de risco moral ficaria para outra instituição no nível da união, que assumiria a responsabilidade de regular e fiscalizar a dívida por parte dos governos nacionais. Como exemplo do que acontece no setor bancário, Grauwe (2012) descreve:

This has been the approach taken in the strategy towards the banking sector: the central bank assume the responsibility of lender of last resort, thereby guaranteeing unlimited liquidity provision in times of crisis, irrespective of what this does to moral hazard; the supervision authority take over the responsibility of regulating and supervising the banks. (GRAUWE, 2012, p. 123).⁹

⁸ O risco moral pode ser associado a mercados de seguro. O agente “segurado” pode aumentar seu risco de exposição pelo fato de estar “protegido”. Em caso de não haver o seguro o agente poderia ser mais cauteloso em suas ações.

⁹ “Esta tem sido a abordagem adotada na estratégia para o setor bancário: o Banco Central assume a responsabilidade de credor de última instância, garantindo, assim, uma provisão de liquidez ilimitada em

Assim como Grauwe (2012), Fuest e Peichl (2012) evoluem a ideia de uma união fiscal. Os autores descrevem cinco elementos que podem ser envolvidos na união fiscal, não necessariamente sendo obrigatória a presença de todos eles. São eles:

- a) conjunto de regras para a política fiscal (regras orçamentárias, coordenação de políticas e de supervisão);
- b) mecanismos que possam combater possíveis crises;
- c) garantias conjuntas da dívida pública;
- d) equalização fiscal e outros mecanismos de transferências fiscais entre os países membros e;
- e) desenvolvimento de uma fonte de receita e impostos para união.

Adicionalmente a ideia de união fiscal, outro ponto que atualmente é discutido é a união bancária. A definição de união bancária não é explícita na literatura econômica. O termo união bancária tem sido aplicado desde que líderes da zona do euro reconheceram problemas ligados ao setor financeiro da União Monetária Europeia. A união bancária tem representado na zona do euro a centralização da supervisão bancária entre os países membros e um mecanismo de reestruturação de bancos nacionais em dificuldades (BALDWIN; GIAVAZZI, 2016).

Grauwe (2012) destaca que a criação da união monetária sem uma união fiscal e bancária pode prejudicar os benefícios esperados no desempenho macroeconômico dos países membros. No entanto, conforme aponta Sapir (2016), antes da criação da União Monetária Europeia, a visão que predominava entre os *policymakers* era de que a política monetária única e a regra fiscal sólida reduziriam a incidência de choques assimétricos. Acreditava-se que os choques associados às diferenças estruturais entre os países europeus se reduziriam, visto que a união monetária produziria convergência estrutural entre os países membros. Porém, ao que tudo indica, eles subjugaram dois elementos importantes da união monetária, quais sejam: a taxa de câmbio real e o tempo levado para corrigir a perda da competitividade dos países membros.

Como escreve Sapir (2016), “[...] the loss of the nominal exchange rate instrument does not imply that real exchange rates cannot appreciate or depreciate; and, [...] that

tempos de crise, independente do que isto faça para o risco moral, a autoridade de supervisão assume a responsabilidade de regular e supervisionar os bancos.” (DE GRAUWE, 2012, p. 123, tradução nossa).

competitiveness adjustment risks being long and painful given the loss of the nominal exchange rate instrument.” (SAPIR, 2016, p. 181).¹⁰

Frankel (2015a) apontou os motivos pelos quais muitos economistas se opunham à União Monetária Europeia, os quais, de certa forma, estavam corretos. Nem todos os países membros preenchem os critérios de áreas monetárias ótimas, tais como: a simetria dos choques, a mobilidade dos trabalhadores, a flexibilidade do mercado e transferências fiscais anticíclicas entre estados. Outro ponto na criação da União Monetária Europeia a qual não se deu a devida atenção foi a possibilidade de depósito de segurança, supervisão e resolução bancária a nível do Banco Central Europeu. Assim, como enfatizado, em uniões monetárias existem outras integrações importantes que devem ser avaliadas, como, por exemplo, a união fiscal com mecanismos de transferências ou a união bancária com o papel de supervisão (contribuições substanciais a este respeito são encontradas na teoria do federalismo fiscal). Desta maneira, buscar-se-á na teoria do federalismo fiscal elementos que possam influenciar o desempenho da União Monetária Europeia.

2.2 Teoria do Federalismo Fiscal

Não obstante a União Europeia possua alguns elementos conjuntos de política fiscal, atualmente não existe nenhuma experiência com uma união fiscal completa entre os países. Em uma união fiscal de federações, a política fiscal normalmente é definida pelos seus governos centrais, de modo que os governos dos países ou estados federativos decidem sobre gastos, tributos, repasses, empréstimos externos, entre outras políticas.

O federalismo é uma forma institucional que possibilita a governabilidade de países ou territórios, com diferenças culturais, econômicas e sociais, por meio do compartilhamento de atribuições em níveis de governos (central, estadual e local/municipal). Desse modo, oferece critérios de centralização e descentralização. O objetivo principal é encontrar uma estrutura apropriada com o intuito de promover o desempenho econômico (OATES, 1999).

Kincaid (2002) definiu o federalismo como:

¹⁰ “[...] a perda do instrumento de taxa de câmbio nominal não implica que as taxas de câmbio reais não possam ser apreciadas ou depreciadas; E, [...] que o ajuste da competitividade corre o risco de ser longo e doloroso, dada a perda do instrumento de taxa de câmbio nominal.” (SAPIR, 2016, p. 118, tradução nossa).

Federalism is essentially a system of voluntary self-rule and shared rule. This is implied in the derivation of the word 'federal', which comes from the Latin foedus, meaning covenant. A covenant signifies a binding partnership among co-equals in which the parties to the covenant retain their individual identity and integrity while creating a new entity, such as a family or a body politic, that has its own identity and integrity as well. A covenant also signifies a morally binding commitment in which the partners behave toward each other in accord with the spirit of the law rather than merely the letter of the law. (KINCAID, 2002, p. 4).¹¹

O início da teoria do federalismo fiscal estava solidamente incorporado na visão das finanças públicas que prevaleceu nas décadas de 1950 e 1960. No entanto, a teoria inicial parece ter ignorado as importantes contribuições provenientes do campo da escolha pública, como Oates (2005) enfatiza:

[...] a central tenet of the public-choice approach is the view that public decision-makers are utility maximizers with their own objective functions. And this has produced, in certain instances, a rather different view of the normative properties of fiscal decentralization. (OATES, 2005, p. 355).¹²

Conforme Oates (2005), a teoria do federalismo fiscal pode ser dividida em duas gerações. A primeira geração da teoria do federalismo fiscal sublinhou os ganhos potenciais de descentralização fiscal resultantes de um mais diverso e eficiente padrão das produções públicas locais. Já a segunda geração da teoria do federalismo fiscal enfatizou a importância da estrutura governamental nos diferentes resultados na decisão entre a centralização e descentralização (OATES, 2005).

Assim, a primeira geração da teoria é marcada pela introdução da visão do federalismo fiscal em que o governo central assume a liderança na política de estabilização macroeconômica, medidas básicas apresentadas com o fim de redistribuição de renda e níveis eficientes de produção de bens públicos nacionais. Para os governos locais o papel principal seria a prestação de níveis eficientes de produção de bens públicos locais. Outro ponto abordado na teoria da primeira geração do federalismo fiscal foi a questão da tributação em

¹¹ “O federalismo é essencialmente um sistema de auto-governo voluntário e de regra compartilhada. Isso está implícito na derivação da palavra “federal”, que vem do latim foedus, que significa aliança. Uma aliança significa uma parceria vinculativa entre co-iguais em que as partes mantêm sua identidade e integridade individuais enquanto criam uma nova entidade, como uma família ou um corpo político, que também possuem sua própria identidade e integridade. Um pacto também significa um compromisso moralmente obrigatório no qual os parceiros se comportam uns com os outros de acordo com o espírito da lei e não meramente a letra da lei.” (KINCAID, 2002, p. 4, tradução nossa).

¹² “[...] um princípio central da abordagem de escolha pública é a visão de que os tomadores de decisão pública maximizam a utilidade com suas próprias funções objetivo. E isso tem produzido, em alguns casos, uma visão bastante diferente das propriedades normativas da descentralização fiscal.” (OATES, 2005, p. 355, tradução nossa).

um sistema federal, onde são apontadas as formas de tributação nos diferentes níveis de governos, e a principal preocupação estava nas distorções que pode resultar da tributação descentralizada, o que ficou conhecida como *tax-assignment problem* (OATES, 1996). Por fim, a discussão da equalização entre os diferentes níveis de governo também ficou conhecida na teoria da primeira geração da teoria do federalismo fiscal, na qual se destacaram os subsídios *lump-sum* do governo central para os governos locais. Eles foram caracterizados como forma de melhoria na eficiência, sendo necessários para a correção de distorções entre os diferentes níveis de governos (OATES, 2005).

Oates (2005) assinalou três pontos importantes na teoria da primeira geração do federalismo fiscal: o Teorema da Descentralização, o Modelo de Tiebout e as Duras Restrições Orçamentárias. Segundo ele, o Teorema da Descentralização “[...] presumes that the alternative to local provision is a centrally determined, uniform level of public output [...]” (OATES, 2005, p. 353).¹³ Dois problemas são reconhecidos pelo autor, sendo o primeiro a assimetria de informação, porquanto é difícil para o governo central determinar as preferências de níveis descentralizados. E o segundo problema como de caráter político, uma vez que existem constrangimentos políticos ao governo central que normalmente impede-o de fornecer melhores condições a um nível ao invés de outro. Nas palavras do autor, “[...] there is some sense of equal treatment on a national scale that makes it hard for the central government to vary levels of public outputs across jurisdictions [...]” (OATES, 2005, p. 353).¹⁴ Portanto, os problemas impedem a eficiência da descentralização.

‘O segundo ponto mencionado por Oates (2005) é o modelo de Tiebout, descrito por ele da seguinte forma:

[...] in 1956, Charles Tiebout published his famous paper, describing a model of mobile households that select a community of residence based on their preferences for local public goods. The basic intent of the paper was to challenge Samuelson’s claim that decentralized choice could not result in an efficient provision of public goods; Tiebout showed that there exists a class of such goods, namely “local public goods,” for which a mechanism exists under which individual choice results in a Pareto efficient outcome [...] (OATES, 2005, p. 354).¹⁵

¹³ “[...] pressupõe que a alternativa para a provisão local é determinada centralmente e com um nível uniforme de produção pública [...]” (OATES, 2005, p. 353, tradução nossa).

¹⁴ “[...] há algum sentimento de igualdade de tratamento a nível nacional que torna difícil para o governo central variar os níveis de produção públicos entre as jurisdições [...]” (OATES, 2005, p. 353, tradução nossa).

¹⁵ “[...] em 1956, Charles Tiebout publicou seu famoso artigo, descrevendo o modelo de mobilidade das famílias que selecionam uma comunidade de residência com base em suas preferências por bens públicos locais. A intenção básica do artigo era desafiar a afirmação de Samuelson de que a escolha descentralizada não poderia resultar em uma provisão eficiente de bens públicos; Tiebout mostrou que existe uma classe de

Baicker, Clemens e Singhal (2010) também abordam o modelo de Tiebout, descrevendo-o como um modelo proposto há mais de 50 anos que continua como referência na estrutura sobre provisão ótima de bens públicos em um sistema federal. De acordo com eles, em um mundo com preferências heterogêneas, a descentralização resolve o problema de preferências reveladas e o problema de agregação da preferência (BAICKER; CLEMENS; SINGHAL, 2010).

Tiebout (1961) caracterizou os benefícios da descentralização das responsabilidades fiscais como uma forma de ganhos em eficiência e bem-estar, visto que em esferas menores (por exemplo, municípios) o governo consegue maior eficiência na provisão de bens e serviços públicos. A razão para maior eficiência é que os governos locais estão mais próximos das efetivas necessidades locais. A descentralização também concede maior integração, pois governos subnacionais com maior autonomia permitiriam a democratização política e o fortalecimento das instituições, garantindo a governabilidade (TIEBOUT, 1961).

O terceiro ponto citado por Oates (2005) são as severas restrições orçamentárias. Assim, os perigos inerentes a um sistema onde os níveis descentralizados de governos dependem das transferências intergovernamentais ou da dívida para financiar seus orçamentos ganham importância. Consoante o autor: “[...] the literature on the tax-assignment problem, there is an explicit recognition of the role that local taxation must play in establishing a proper environment for budgetary decision-making [...]” (OATES, 2005, p. 354).¹⁶

Em síntese, a primeira geração da teoria do federalismo fiscal preocupa-se com a distribuição de funções entre os diferentes níveis de governos (fornecer bens e serviços públicos, redistribuição de renda, estabilização macroeconômica), com a identificação dos ganhos de bem-estar resultantes da descentralização fiscal e com o uso da política fiscal (tributação e transferências intergovernamentais) (OATES, 1972). Já a teoria da segunda geração do federalismo fiscal “[...] examines the workings of different political and fiscal institutions in a setting of imperfect information and control with a basic focus on the incentives that these institutions embody and the resulting behaviour they induce from utility-

bens, ou seja, bens públicos locais, para os quais existe um mecanismo em que a escolha individual resulta em um resultado eficiente de Pareto [...]” (OATES, 2005, p. 354, tradução nossa).

¹⁶ “[...] a literatura sobre tax-assignment problem, há um reconhecimento explícito do papel que a tributação local deve desempenhar na criação de um ambiente adequado para a tomada de decisões orçamentárias [...]” (OATES, 2005, p. 354, tradução nossa).

maximizing participants [...]” (OATES, 2005, p. 354).¹⁷ Desse modo, o *trade-off* da centralização ou descentralização ganha um novo destaque: o *trade-off* entre *accountability* e coordenação.

Enquanto na literatura da teoria da segunda geração considera-se a relação de controle entre níveis de governo e, portanto, apontam-se duas formas estruturais que compartilham centralização e descentralização, a primeira considera uma estrutura vertical do setor público, na qual o governo central exerce a função principal e os governos locais desempenham o papel dos agentes descentralizadores. Este modelo é conhecido como Federalismo Administrativo¹⁸, segundo o qual os governos locais em sua maioria respondem às regras do governo central. A segunda forma adiciona a economia-política na primeira, de modo que o governo central divide a função de principal da mesma maneira que o governo local divide a função de agente descentralizador. Tal forma é destaca por Oates (2005), visto que neste caso a descentralização pode ser preferível mesmo em casos de informação perfeita das preferencias entre os diferentes níveis de governos. De acordo com Oates (2005), “[...] the case for fiscal decentralization depends not only on differences in tastes, but on the potential for better local control or “accountability” under decentralized provision.” (OATES, 2005, p. 358).¹⁹

Outro ponto sublinhado, na teoria da segunda geração, é a descentralização fiscal como um mecanismo para controlar as tendências demasiadamente intrusivas e amplas sobre o setor público e apoiar o funcionamento eficaz dos mercados privados, criando assim um *fiscal common* (OATES, 2005).

Entretanto, são necessárias duras restrições sobre os orçamentos, pois a presença de restrições orçamentárias brandas faz com que os governos locais tenham um incentivo praticamente irresistível para expandir seus programas e gastos acima das suas possibilidades. Como forma de correção a possíveis restrições orçamentárias brandas, o governo central pode indicar a política de *no-bailout*²⁰. Mas a existência desta política não garante ao governo

¹⁷ “[...] examina o funcionamento de diferentes instituições políticas e fiscais em um cenário de controle e informação imperfeita, com um foco básico sobre os incentivos que essas instituições incorporam e o comportamento resultante que induzem da maximização de utilidade [...]” (OATES, 2005, p. 354, tradução nossa).

¹⁸ Para maiores detalhes ver Inman, 2003.

¹⁹ “[...] o argumento da descentralização fiscal depende não só das diferenças das preferencias, mas também do potencial de um melhor controle local ou responsabilidade no âmbito da prestação descentralizada.” (OATES, 2005, p. 358, tradução nossa).

²⁰ “Não resgate”: a responsabilidade de cada país membro da União Europeia não ultrapassa aos outros membros.

central que os governos locais acreditem que em casos de um possível *default* ela será executada (OATES, 2005).

Portanto, se governos locais acreditam que o governo central não seguirá com a política de *no-bailout*, então eles possuem fortes razões para perseguir políticas deficitárias na forma de empréstimos com vistas à financiar parte de suas despesas. Tal comportamento fiscal perverso dos governos locais acaba por ser incorporado ao sistema.

Este problema levanta o questionamento do “por que o governo central se compromete com *no-bailout* se não o faz” e “como o sistema econômico e fiscal pode ser estruturado de tal forma que não ocorra o comportamento perverso e destrutivo”. Oates (2005) responde que há diversos fatores para que o governo central não cumpra com a promessa de *no-bailout*, podendo ser social, econômico, político, cultural, entre outros, tornando-se desse modo uma questão complexa.

Uma das justificativas para que o governo central quebre o compromisso de *no-bailout* é porque um *default* do governo local pode surtir efeitos sobre outros governos locais, e este efeito pode ser mais custoso ao governo central do que cumprir com a obrigação de *no-bailout*. Logo, é fácil entender por que os governos locais maiores têm maiores chances de serem resgatados do que governos locais menores - o termo conhecido como *Too big to fail*. Outro ponto levantado para justificar o fato de governos centrais não deixarem os governos locais irem a *default* é meramente a intensão de manter sua reputação. Um *default* pode ser apontado como uma falha do governo central em sua responsabilidade de manter a supervisão adequada. Ou ainda, o *bailout* por parte do governo central pode conter elementos de corrupção, com tradicionais subornos na origem do problema (OATES, 2005).

Deve-se lembrar que a maioria das uniões tem um sistema de transferência intergovernamental em que os fundos são transferidos do governo central para os governos locais, tendo a importante função econômica de ajudar níveis de governos mais pobres. Tais transferências podem assumir igualmente o papel de um resgate fiscal, mediante uma expansão das transferências para os governos locais com problemas fiscais (OATES, 2005).

Como descrevem Gasparini e Cossio (2006), no sistema de governo federativo as transferências intergovernamentais são importantes na busca de maior eficiência e para equiparar as desigualdades regionais, uma vez que quando realizadas entre diferentes níveis de governos são importantes para corrigir os desequilíbrios verticais, desequilíbrios horizontais, externalidades e para garantir um mínimo de serviços em toda a união. Contudo, as transferências podem contribuir também para um aumento do gasto público, diminuição da qualidade de gastos e um baixo esforço de arrecadação tributária. Sendo assim, as

transferências intergovernamentais são um *trade-off* a ser analisado pelo sistema de governo (GASPARINI; COSSIO, 2006).

Portanto, é relativamente fácil observar que comprometer-se a *no-bailout* pode levar a um comportamento perverso dos governos locais, se as instituições não encontrarem “boas formas”. Assim, o segundo questionamento (como o sistema econômico e fiscal pode ser estruturado para que não ocorra o comportamento perverso e destrutivo) feito por Oates (2005) entra em cena.

Em um primeiro momento a resposta parece substituir a descentralização por uma centralização, pois ao diminuir o papel do governo local o risco de um incentivo negativo cairia. No entanto, como apontado na literatura, a centralização aumenta o poder de monopólio: um governo centralizado pode ter alianças locais, o que pode permitir a formação de coalizões com comportamento de troca de favores e em alguns casos pode resultar em padrões ineficientes dos resultados orçamentais. Portanto, deve-se encontrar os tipos de instituições que possam acomodar a descentralização fiscal de modo a perceber as vantagens políticas e ganhos econômicos de controle local, evitando, desse modo, os efeitos potencialmente distorcidos e desestabilizadores resultantes de restrições orçamentárias brandas.

Qian e Weingast (1997) pontuam que desde que se tenha uma descentralização apropriada de informações e poder estatal o federalismo pode corrigir o problema da predação do Estado e de incentivos negativos. Ademais, Oates (2005) sublinha que em um cenário econômico de mercados desenvolvidos e eficientes combinado com um sistema político descentralizado, caracterizado por uma concorrência saudável entre as jurisdições, pode haver duras restrições orçamentárias necessárias para um bom funcionamento dos governos locais.

Três medidas são citadas como forma de endurecer as restrições orçamentárias

(1) Constitutionally or legislatively imposed balanced-budget constraints that effectively make it unlawful for local governments to run deficits on current account spending; (2) Limitations on debt issues that constrain borrowing to the finance of capital projects with careful definitions of what capital spending encompasses. (3) Well designed public bankruptcy laws that specify clearly how fiscal crises will be handled. (OATES, 2005, p. 363).²¹

²¹ “Constitucionalmente ou legislativamente impor restrições orçamentárias equilibradas que efetivamente tornam ilegal para os governos locais gerar déficits nas despesas correntes; (2) Limitações em questões de dívida que restringem o endividamento ao financiamento de projetos de capital com cuidadosas definições do que gastos de capital englobam. (3) As leis de falências públicas bem projetadas que especificam claramente como as crises fiscais serão tratadas.” (OATES, 2005, p. 336, tradução nossa).

No entanto, Oates (2005) destaca “[...] but it is worth noting that the particular form and configuration of these institutions that is best suited to a particular country surely depends upon on the specific political, economic, and cultural institutions and its historical traditions [...]” (OATES, 2005, p. 363).²²

Oates (1999) sustenta que os governos locais devem ofertar bens públicos locais e o governo federal deveria ofertar bens públicos nacionais e ainda promover a estabilidade econômica e a distribuição de renda. Mas uma estrutura fiscal correta e o formato do sistema financeiro tributário como parte da organização política tornam-se parte da definição essencial do pacto federativo de um país.

Nota-se que o federalismo é um arranjo institucional muito utilizado no mundo. Segundo Watts (2002):

Federalism provides a technique of constitutional organization that permits action by a shared government for certain common purposes, together with autonomous action by constituent units of government for purposes that relate to maintaining their distinctiveness, with each level directly responsible to its own electorate. Indeed, taking account of such examples as Canada, the United States and Mexico in North America, Brazil, Venezuela and Argentina in South America, Switzerland, Germany, Austria, Belgium and Spain in Europe, Russia in Europe and Asia, Australia, India, Pakistan and Malaysia in Asia, and Nigeria, Ethiopia, and South Africa in Africa, some 40 percent of the world's population today live in countries that can be considered or claim to be federal, and many of these federations are clearly multicultural or even multinational in their composition (WATTS, 2002, p. 1-2).²³

²² “[...] mas vale a pena notar que a forma e configuração particular dessas instituições, que melhor se adapta a um determinado país certamente dependem das instituições políticas, econômicas e culturais específicas e de suas tradições históricas [...]” (OATES, 2005, p. 363, tradução nossa).

²³ “O federalismo proporciona uma técnica de organização constitucional que permite a ação de um governo compartilhado para determinados propósitos comuns, juntamente com a ação autônoma das unidades constituintes do governo para fins relacionados à manutenção de seu caráter distintivo, sendo cada nível diretamente responsável perante seu próprio eleitorado. Além disso, por exemplo, Canadá, Estados Unidos e México na América do Norte, Brasil, Venezuela e Argentina na América do Sul, Suíça, Alemanha, Áustria, Bélgica e Espanha na Europa, Rússia na Europa e Ásia, Austrália, Índia, Paquistão e Malásia na Ásia e Nigéria, Etiópia e África do Sul na África, cerca de 40% da população mundial vive hoje em países que podem ser considerados ou reivindicados como federais e muitas dessas federações são claramente multiculturais ou mesmo multinacionais em sua composição.” (WATTS, 2002, p. 1-2, tradução nossa).

2.3 Considerações

Este capítulo teve como intuito a compreensão teórica da teoria da integração econômica. O foco nas Áreas Monetárias Ótimas e nos seus custos e benefícios e, posteriormente, a apresentação da teoria do federalismo fiscal indicam as condições que os membros devem satisfazer para se tornar uma união atrativa, além da forma mais adequada de partilhar responsabilidades.

Em uniões monetárias federativas o governo federal tem o monopólio do uso coercitivo de poder, tal fato impede que qualquer estado membro abandone a união. Assim, aumenta o compromisso de manter a união como um todo estável. Em contraste, em uniões monetárias entre países não há um poder que garanta a permanência dos países membros na união. Desse modo, existe a necessidade permanente de que os benefícios superem os custos. O empenho em busca de estabilidade aparece como uma questão individual de cada membro. Diante deste contexto a centralização opõe-se a descentralização.

3 UNIÕES MONETÁRIAS

Uma união monetária ocorre quando existe uma moeda comum, ela pode ocorrer entre diferentes países ou dentro do mesmo território nacional. A União Monetária Europeia é um exemplo de uma união monetária composta por países. Já a União Monetária Norte-Americana é uma união monetária formada por estados membros. Assim, este capítulo apresenta o histórico da criação das duas uniões monetárias, seus resultados e ajustes institucionais realizados até hoje. Deste modo, é possível identificar o porquê e como as instituições se diferem entre países e/ou estados membros, além de como elas se modificaram ao longo do tempo.

3.1 União Monetária Europeia

A União Monetária Europeia é a maior união monetária no mundo; sua criação representa a conclusão de um longo período sem sucesso de integração econômica europeia. Entre 1870 a 1945, a Europa foi protagonista de três grandes guerras e a integração econômica traria o fim desse cenário de grandes disputas. Desse modo, a Europa iniciaria, na década de 1950, um processo lento de unificação (BALL, 2012; EICHENGREEN, 1993).

3.1.1 Principais desdobramentos da criação do euro

A origem do processo da união monetária europeu pode ser datada em 1948 com a fundação da Organização Europeia de Cooperação Econômica (OECE), que posteriormente se tornou a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Em 1950, a OECE cria a União Europeia de Pagamentos (UEP) com o objetivo de reestabelecer a conversibilidade da conta corrente. Os países da Europa Ocidental agruparam suas reservas internacionais e coordenaram suas políticas. A elaboração do primeiro plano para a união monetária seria ambicioso demais para o momento europeu, portanto não resultou em grandes avanços do processo de integração monetária (EICHENGREEN, 1993).

É importante lembrar que na década de 1940 os formuladores de políticas acreditavam que as taxas de câmbio fixas eram essenciais para o comércio internacional. Essa ideia estaria

presente no acordo de Bretton Woods. Entretanto, o sistema de Bretton Woods constituía uma maior flexibilidade do câmbio, diferenciando-se do sistema anterior, o padrão ouro²⁴. Tal acordo estabelecia que as taxas de câmbio fossem fixadas em relação ao dólar norte-americano. No entanto, enquanto esse acordo existiu entre os países europeus a pressão foi mínima para que se adotassem as iniciativas de estabilização das taxas de câmbios. Além do mais, ataques especulativos forçaram muitos países a abandonar as taxas fixas, colocando fim ao sistema em questão (BALL, 2012).

A Europa continuou buscando a união monetária, de maneira que um novo plano foi concluído em 1970, conhecido como Relatório de Werner. Esse relatório propunha a construção de uma união monetária em um período de dez anos em três fases. Na primeira fase, as flutuações das taxas de câmbio seriam restringidas e os governos começariam a coordenar as políticas fiscais e monetárias. Posteriormente, procurar-se-ia diminuir ainda mais a variabilidade das taxas de câmbio e as diferenças nos preços. Por fim, as taxas de câmbio seriam definitivamente fixadas, os controles de capitais seriam excluídos e um sistema de bancos centrais da comunidade europeia assumiria o controle das políticas monetárias dos países membros (EICHENGREEN, 1993).

Seguindo com o plano de integração, em março de 1972, determinou-se a criação de um regime cambial, limitando os movimentos bilaterais das taxas de câmbio a bandas cambiais de 2,25%. Todavia, meses após o funcionamento do regime, devido ao primeiro choque do petróleo, alguns países foram obrigados a abandoná-lo. Isso não significou o fim da busca da integração monetária. Logo, uma nova tentativa de estabilização das taxas de câmbio ocorreu em 1979 - a criação do Sistema Monetário Europeu (SME). Diferentemente do regime anterior, este regime procurou estabilizar as taxas de câmbio levando em consideração as diferentes políticas conduzidas nos países. Assim, alguns membros tinham flutuações cambiais duas vezes maiores que outros (EICHENGREEN, 1993).

Após sete anos do SME foi assinado o Ato Único Europeu (AUE), criando um mercado integrado livre de entraves à circulação de mercadorias, capital e trabalho. Neste momento, a Comunidade Europeia voltou-se ao dilema entre a união monetária e a flexibilidade cambial. Uma vez que se almejava formar um continente cada vez mais

²⁴ O Padrão Ouro foi um sistema de câmbio fixo utilizado no século XIX e início do século XX pelas principais economias do mundo. O valor relativo de cada moeda valia certa quantidade de ouro, entretanto, esse sistema entrou em colapso durante a Grande Depressão de 1930. Países em busca de corrigir os desequilíbrios internos frente à crise abandonaram o padrão ouro (BALL, 2012).

integrado, isso significava a perda de autonomia da política monetária para os países membros.

Nesse sentido, em 1988, o Conselho Europeu nomeou uma comissão, presidida por Jaques Delors, presidente da Comissão Europeia, para estudar a viabilidade de complementar o mercado único com uma união monetária (EICHENGREEN, 1993). As conclusões e recomendações do comitê, publicado como Relatório Delors, constituiu o quadro para as negociações intergovernamentais que deram origem ao Tratado de Maastricht em 1992. A criação da moeda única seria dividida em três fases: começando com a livre circulação de capitais, passando pela transição e ajustes das políticas econômicas e monetárias e terminando com a fixação das taxas de câmbio (BALL, 2012; EICHENGREEN, 1993).

No tratado de Maastricht, além de especificar quando e como a moeda única deveria ser criada, constaram os elementos da política monetária e como ela deveria ser operacionalizada para atingir a estabilidade de preços. Além disso, determinou a estrutura institucional da moeda única.

Para ser membro da União Monetária Europeia era necessário cumprir alguns critérios²⁵, denominados de “critérios de convergência”, incluindo estabilidade de preços, políticas fiscais sustentáveis, estabilidade cambial e taxa de juros de longo prazo (MONGELLI, 2002). Sendo determinados da seguinte forma:

- a) a estabilidade dos preços significava que a taxa de inflação não poderia exceder a taxa de inflação média dos três países membros com as menores taxas de inflação acrescida de 1,5%;
- b) as políticas fiscais sustentáveis estavam relacionadas ao déficit orçamentário e à dívida pública do governo, de modo que o déficit orçamentário não poderia exceder 3% do PIB e a dívida pública do governo não poderia exceder 60% do PIB;
- c) a estabilidade cambial significava que a taxa de câmbio média não poderia variar mais de 2,25% da taxa central nos dois anos anteriores à entrada do membro na união;
- d) a taxa de juros de longo prazo não poderia exceder em mais de 2% a taxa de juros média dos três países membros com melhor desempenho em termos de inflação.

²⁵ Muita ênfase se deu a todos os critérios de convergência, no entanto, o critério de discussão foi sobre a sustentabilidade da política fiscal e prevenção de déficits excessivos (MONGELLI, 2002).

Deve-se pontuar que o plano de sustentabilidade da política fiscal presente no Tratado de Maastricht se provou ineficaz. Dessa forma, em 1997, adicionou-se²⁶ ao Tratado o Pacto de Estabilidade Crescimento (PEC) e duas ressalvas - independência do Banco Central Europeu (BCE) e a cláusula de *no-bailout*²⁷.

O PEC serviria de prevenção aos “déficits excessivos” dos países membros, os quais, neste caso, significavam impedir a quebra do limite de 3% do PIB em um período no tempo e também a necessidade de alcançar um equilíbrio orçamentário no médio prazo. As ressalvas apontavam que o BCE deveria ser independente de qualquer influência política, de sorte que o mesmo foi impedido de conceder financiamento monetário a déficits orçamentários nacionais e da comunidade europeia, e os estados membros não seriam responsáveis pelos compromissos de outros estados membros (MONGELLI, 2002).

Neste contexto, para adotar o Euro os países deveriam ser membros da União Europeia (UE) e ter “boas” políticas econômicas. Assim, consoante previsto no Tratado de Maastricht, a moeda única foi efetivamente implantada em 1º de janeiro de 1999.

Inicialmente, a zona do euro era formada por onze países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal). Apesar do Reino Unido e Dinamarca fazerem parte da UE e cumprirem todos os requisitos para a adesão da moeda única, optaram por não participar da zona do euro. A Grécia²⁸ e Suécia²⁹ também pertenciam à UE, no entanto não cumpriam as exigências para a adesão ao euro. Deve-se ressaltar que desde a criação da moeda única a União Europeia tem crescido. Entre 2004 e 2015 treze novos países foram admitidos. Assim, caso atendam aos “critérios de convergência” esses países estão elegíveis a adotar o euro, se assim desejarem. Neste contexto, em 2007 a Eslovénia aderiu à moeda única, seguido do Chipre e Malta em 2008, da Eslováquia em 2009, da Estónia em 2011, da Letónia em 2014 e da Lituânia em 2015, enquanto os países restantes não cumpriram os critérios econômicos. Atualmente, 19 países fazem parte da zona do euro.

²⁶ Ver resolução em European Council on the Stability and Growth Pact (1997).

²⁷ “Não resgate”: a responsabilidade de cada país membro da União Europeia não ultrapassa aos outros membros.

²⁸ A Grécia cumpriu com as exigências em 2001 e tornou-se membro da zona do euro (BALL, 2012).

²⁹ A Suécia tornou-se elegível para a adesão do euro em 2003, no entanto, como o Reino Unido e a Dinamarca, optou pela não adesão (BALL, 2012).

Na União Monetária Europeia, a responsabilidade pela política econômica é dividida entre os estados membros e as instituições da União Europeia. Dessa forma, os estados membros elaboram seus orçamentos nacionais, dentro dos limites acordados para o déficit e a dívida, e determinam suas próprias políticas estruturais em matéria de emprego, pensões e mercado de capitais.

A política monetária da zona do euro é executada pelo Sistema Europeu, constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Banco Central Nacional (BCN) dos países membros da zona do euro, sendo seu principal objetivo assegurar a estabilidade dos preços. Além disso, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os membros da UE, independentemente de terem adotado ou não o euro (BALL, 2012).

O "Eurogrupo" coordena as políticas de interesse comum para os estados membros da zona do euro, o Conselho Europeu estabelece as principais orientações da política econômica e a Comissão Europeia tem o papel de controlar os resultados e o cumprimento das orientações em matéria de política econômica. Adicionalmente, o Conselho da União Europeia coordena a política econômica de todo o bloco da UE e decide se o estado membro pode adotar o euro, enquanto o Parlamento Europeu partilha com o Conselho da União Europeia a tarefa de elaborar a legislação, a supervisão e o orçamento da União Europeia.

3.1.2 Principais preocupações da União Monetária Europeia e desempenho macroeconômico

Desde a criação da União Monetária Europeia, os estudos têm focado nos *gaps* encontrados na criação da moeda única e nas formas de corrigi-los. Costa e Souza-Santos (2012), ao analisarem a União Monetária Europeia com foco na sua vulnerabilidade e base de funcionamento, destacam que a solidez de uma moeda única não é um processo fácil e exige que as bases econômicas e institucionais estejam preparadas para tal. Nesse sentido, três importantes questões são levantadas pelos autores. Primeiro, o processo de integração deve levar em conta as condições econômicas de cada possível membro, pois caso ocorram crises financeiras em outras regiões será possível atenuar os reflexos nos países membros da integração. Segundo, existe a necessidade de uma autoridade fiscal central como forma de mediar e controlar os recursos entre os países membros e suas negociações individuais; isso pode impedir que potenciais oportunidades para especulação e geradores de instabilidades sejam difundidas em todo o bloco. Terceiro, o impacto das regras restritivas de política fiscal

ocorre de modo diferente em cada país membro, o que pode gerar problemas em um país em detrimento de outro. Assim sendo, é preciso estar ciente de que não se pode realizar um processo de integração sem considerar as diferenças econômicas e institucionais de cada membro (COSTA; SOUZA-SANTOS, 2012, p. 20, 21).

Conforme Baldwin e Giavazzi (2015), a união monetária sem uma união fiscal poderia representar um problema, no entanto há que de ter em mente que a união fiscal era um assunto complexo para o momento em que se almejou a integração econômica europeia. Na realidade, embora os “critérios de convergência” restringissem alguns instrumentos de política fiscal e orçamentária dos países membros, a união fiscal não despertou enormes preocupações quando se pensou na União Monetária Europeia, ficando a responsabilidade da política fiscal nas mãos de cada país membro (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015). Ademais, os autores ainda argumentam que a política monetária parece ter funcionado, porém a política fiscal, com os “critérios de convergência”, se mostrou insuficiente (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Da mesma maneira, Eichengreen (2005) ao analisar os seis primeiros anos de União Monetária Europeia, argumenta que existem mais controvérsias do que se esperava em relação aos custos e aos benefícios da integração econômica e o que realmente ocorreu nesse período. Para o autor, essas controvérsias estão relacionadas ao fato que a União Monetária Europeia não possui regras para os países com posições fiscais diferentes, de modo que o sucesso monetário contrapõe ao fracasso fiscal.

Eichengreen (2005) enfatiza que a estrutura institucional da União Monetária Europeia, com uma política monetária centralizada e uma política fiscal descentralizada, cria um viés em direção ao déficit público e à dívida pública. Portanto, é necessário um acordo político eficiente entre os países membros da zona do euro. Segundo ele, em situações convencionais, um déficit excessivo poderia ser “corrigido” com o aumento da taxa de juros ou mudanças na taxa de câmbio. Por outro lado, para cada país membro da zona do euro, a correção de déficits excessivos individuais deveria ocorrer por meio de outro mecanismo, porquanto a moeda única não permite aumento na taxa de juros ou variações na taxa de câmbio. Levando isso em consideração, aprovou-se o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) a fim de tentar conter os excessivos déficits dos países membros e facilitar a coordenação das políticas fiscal e monetária (EICHENGREEN, 2005). Esse pacto previa inclusive punição a países membros que violassem as regras fiscais e não corrigissem os déficits excessivos. No entanto, não obteve sucesso e acabou não impedindo que a França e a Alemanha ultrapassassem os 3% permitidos da razão déficit público/PIB. Porém, devido à

considerável influência desses dois países na União Europeia, a multa acabou sendo “esquecida” (EICHENGREEN, 2005).

Em 2005, cinco dos doze países da zona do euro apresentavam déficits orçamentários acima do permitido, estando a Grécia no topo dos cinco países, com uma razão déficit público/PIB de 6%. Neste específico, o inerente conflito entre a existência simultânea de uma moeda única e uma política fiscal independente dos países membros da União Europeia apontou para falhas na estrutura da União Europeia, visto que alguns países membros passaram a apresentar altos déficits governamentais. Diante dessa situação, o conselho da União Europeia realizou tentativas de solucionar este problema, porém sem sucesso (FELDSTEIN, 2005).

Portugal (2011) avalia que o tempo levado para dar os primeiros passos na unificação econômica da União Europeia se contrapõe à rapidez que o euro foi criado e ressalta a falta de cláusulas fiscais claras e rígidas que facilitassem a incorporação de vários países à União Monetária Europeia, concluindo que “[...] Mais uma vez a pressa foi inimiga da perfeição [...] O tratado de Maastricht se mostrou ineficaz, pois não havia um mecanismo de controle fiscal [...]” (PORTUGAL, 2011, p. 46).

Assim como Eichengreen (2005), Feldstein (2005) e Portugal (2011), Grauwe (2013) também aponta falhas no projeto de criação do euro. Para o autor, no momento em que o euro foi concebido parecia possuir uma ótima estrutura, no entanto, com o passar do tempo, verificou-se falhas de projeto na construção da zona do euro. As falhas na estrutura ficariam claras após a crise financeira, pois na criação do euro não se pensou em políticas de estabilização.

O que deve ser destacado é que os estabilizadores que existiam a nível nacional antes do início da União Monetária Europeia foram retirados sem serem transportados para o nível da união monetária, deixando os países-membros “nus” e “frágeis” em caso de crise. Dessa maneira, os países membros ficaram impossibilitados de lidar com os seus próprios distúrbios nacionais. Outro fator que chama atenção é o fato do BCE não ter representado o papel fundamental de um banco central, não assumindo a responsabilidade de prestador de última instância (GRAUWE, 2013).

A existência de uma moeda única na zona do euro não coagiu os movimentos idiossincráticos produzidos pelo resto das políticas macroeconômicas que se mantiveram nas mãos dos governos nacionais. A razão é que a taxa única de juros que o BCE impõe a todos os países membros é muito baixa para os países em expansão e demasiadamente alta para os

países em recessão. Assim, a taxa única de juros leva a um crescimento mais acentuado nos países em expansão e um declínio mais forte nos países em recessão (GRAUWE, 2013).

Adicionalmente, Frankel (2015a) destaca três problemas encontrados na estrutura da união monetária: de assimetria, o fiscal e o bancário. O problema referente à assimetria é inerente à união monetária, tendo sido completamente antecipado na literatura das Áreas Monetárias Ótimas na década de 1960. Conforme revisado, essa literatura diz que países que compõem uma união monetária não têm capacidade de responder a choques assimétricos. O problema fiscal, relacionado ao risco moral, foi de certo modo antecipado pelos limites fiscais e da dívida estabelecidos pelos critérios do PEC. Para o autor, os mercados acreditavam que o BCE socorreria países que começassem a apresentar problemas de endividamento. Por sua vez, o problema de supervisão bancária não apresentou destaque no momento da criação da União Monetária Europeia.

Frankel (2015a), ao comparar a União Monetária Europeia e a norte-americana e suas diferentes estruturas, afirma que a estrutura federalista Norte-Americana possui características importantes que deveriam ter sido levados em conta no momento da criação da moeda única europeia.

Segundo Bénassy-Quéré, “[...] the Stability Pact proved a poor instrument to prevent fiscal profligacy in Greece, and it proved irrelevant to prevent sovereign debt crises in other peripheral countries.” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 74).³⁰

Por seu turno, Micossi (2015) argumenta que “The euro is a currency without a state or economic policy institutions to ensure budgetary discipline and economic convergence amongst its members and protect them from large idiosyncratic shocks.” (MICOSSI, 2015, p. 134).³¹

A integração financeira que inicialmente se pensou na União Europeia ajudaria na convergência e estabilidade macroeconomia, porém não foi o que se observou. Conforme Bénassy-Quéré (2015):

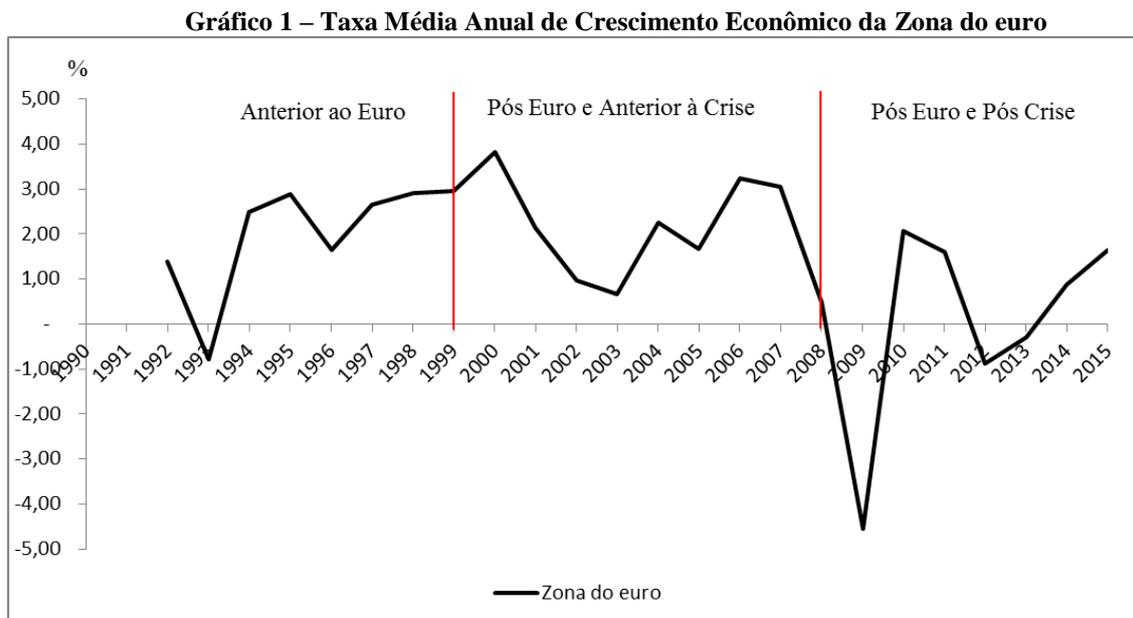
First, capital flows tended to feed non-tradable sectors in the periphery of the Eurozone (Giavazzi and Spaventa 2010). [...] Second, financial integration did not

³⁰ “O Pacto de Estabilidade provou ser um instrumento “pobre” para evitar a desregulamentação fiscal na Grécia, e se revelou irrelevante para evitar crises da dívida soberana em outros países periféricos.” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 74, tradução nossa).

³¹ “O euro é uma moeda sem instituições estatais ou de política econômica para garantir a disciplina orçamentária e a convergência econômica entre seus membros e protegê-los de grandes choques idiossincráticos.” (MICOSSI, 2015, p. 134, tradução nossa).

play as a smoothing device when the crisis hit. Quite the opposite, crisis countries suffered sudden stops (Merler and Pisani-Ferry 2012). Third, financial integration did not prevent the bank and sovereign risks to feed each other at the national level due to the over-representation of national sovereign bonds in some bank balance sheets coupled with the ‘too big to fail problem’[...] (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 74).³²

Os resultados mostram que União Monetária Europeia não significou grandes avanços no desempenho macroeconômico dos países membros. Mesmo antes da crise financeira os resultados não representavam destaques. Como podemos verificar no Gráfico 1, a taxa média de crescimento econômico posterior à adesão da moeda única manteve-se similar ao nível anterior, ignorando as expectativas de melhora. Como resultado da taxa de crescimento negativo no ano de 2009 (-4,5%), o período pós-crise (2008-2015) registrou um crescimento de 0,1%. Logo, ao se comparar a taxa de crescimento econômico do período anterior e posterior à crise calcula-se uma queda de 2,1%. Este resultado ocorre em grande medida em virtude do efeito da crise nos países periféricos, como Grécia, Portugal, Itália e Espanha.

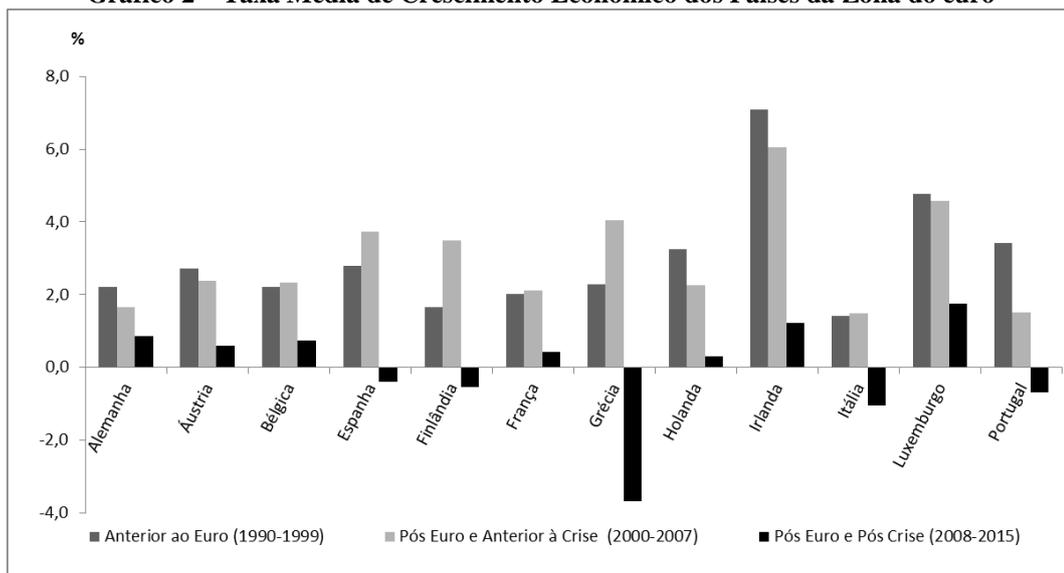


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

³² “Em primeiro lugar, os fluxos de capital tenderam a alimentar os setores não comercializáveis na periferia da zona do Euro (Giavazzi e Spaventa, 2010). [...] Em segundo lugar, a integração financeira não funcionou como um dispositivo de suavização quando a crise se instalou. Pelo contrário, os países em crise sofreram parada súbita (Merler e Pisani-Ferry, 2012). Terceiro, a integração financeira não impediu que os bancos e riscos soberanos se auto alimentassem a nível nacional, devido à ‘sobre-representação’ de títulos soberanos nacionais em alguns balanços bancários em conjunto com problema de ser ‘grande demais para falahar’ [...]” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 74, tradução nossa).

No Gráfico 2, apresentam-se as taxas médias de crescimento econômico dos países membros da zona do euro em três períodos - Anterior ao Euro (1990-1999), Pós-Euro e Anterior à Crise (2000-2007) e Pós-Euro e Pós-Crise (2008-2015). Observando o referido gráfico fica claro que a integração econômica europeia não produziu um aumento das taxas médias de crescimento econômico de seus países membros. Há algum crescimento no período Pós-Euro e Anterior à Crise (como é o caso da Grécia e Espanha), no entanto, como corrobora Bénassy-Quéré (2015), este crescimento é proveniente de investimentos nos setores não-comercializáveis, como, por exemplo, consumo do governo e habitação. Assim, a integração econômica europeia parece não ser competente para produzir estabilidade macroeconômica e após 2008, quando é atingido pela crise, levou os países periféricos à chamada parada súbita (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 74).

Gráfico 2 – Taxa Média de Crescimento Econômico dos Países da Zona do euro



Fonte: Indicadores calculados pelo autor com base em IMF (2016).

Outro indicador que demonstra que a união monetária parece ser inexpressiva para os países membros é a taxa média de desemprego. Conforme a Tabela 1, a taxa média de desemprego para zona do euro no período de 2000-2007 representou uma queda de 1,3% em relação ao período anterior à criação do euro (1990-1999), porém esta redução desapareceu pós-crise financeira (2008-2015).

Tabela 1 – Taxa de Desemprego (%)

	1990-1999	2000-2007	2008-2015
Alemanha	7,9	9,3	6,0
Áustria	3,8	4,8	5,1
Bélgica	8,5	7,7	7,9
Chipre *	2,8	4,3	10,3
Eslovaquia*	13,5	16,8	12,9
Eslovenia*	7,6	6,2	8,0
Espanha	19,8	10,5	21,0
Estônia*	9,3	9,7	10,1
Finlândia	11,9	8,6	8,1
França	10,1	8,6	9,5
Grécia	9,7	10,0	18,9
Holanda	5,3	4,4	5,7
Irlanda	13,3	4,4	11,9
Itália	10,3	8,1	9,8
Letônia*	11,0	10,9	13,6
Lituânia*	14,6	11,1	12,2
Luxemburgo	2,5	3,3	6,0
Malta*	5,5	7,1	6,3
Portugal	5,4	6,1	12,3
Zona do Euro	10,0	8,7	10,4

Fonte: Indicadores calculados pelo autor com base em IMF (2016).

Nota: (*) Países que aderiram ao euro pós 2007

A taxa média de inflação para a zona do euro no período 2000-2007 foi de 2,2%, um pouco acima da meta de 2%. No período pós-crise, a taxa média apresenta um aumento seguido de queda, resultando em uma taxa média de inflação durante todo o período do euro (2000-2015) de 1,9%. No tocante às metas orçamentárias, no período de 2000-2007 grande parte dos países membros apresentaram déficit orçamentário. Destaques para a Grécia, Portugal e Itália que apresentaram déficits orçamentários médios de 6,1%, 4,4% e 3% do PIB respectivamente. A situação se agrava quando consideramos todo o período de existência do euro (2000-2015), durante o qual somente Finlândia, Luxemburgo e Estônia³³ não apresentaram déficits orçamentários.

³³ É importante ressaltar que a adesão à moeda única desse país ocorreu em 2011.

Tabela 2 – Indicadores macroeconômicos, países da zona do euro, 2000-2015.

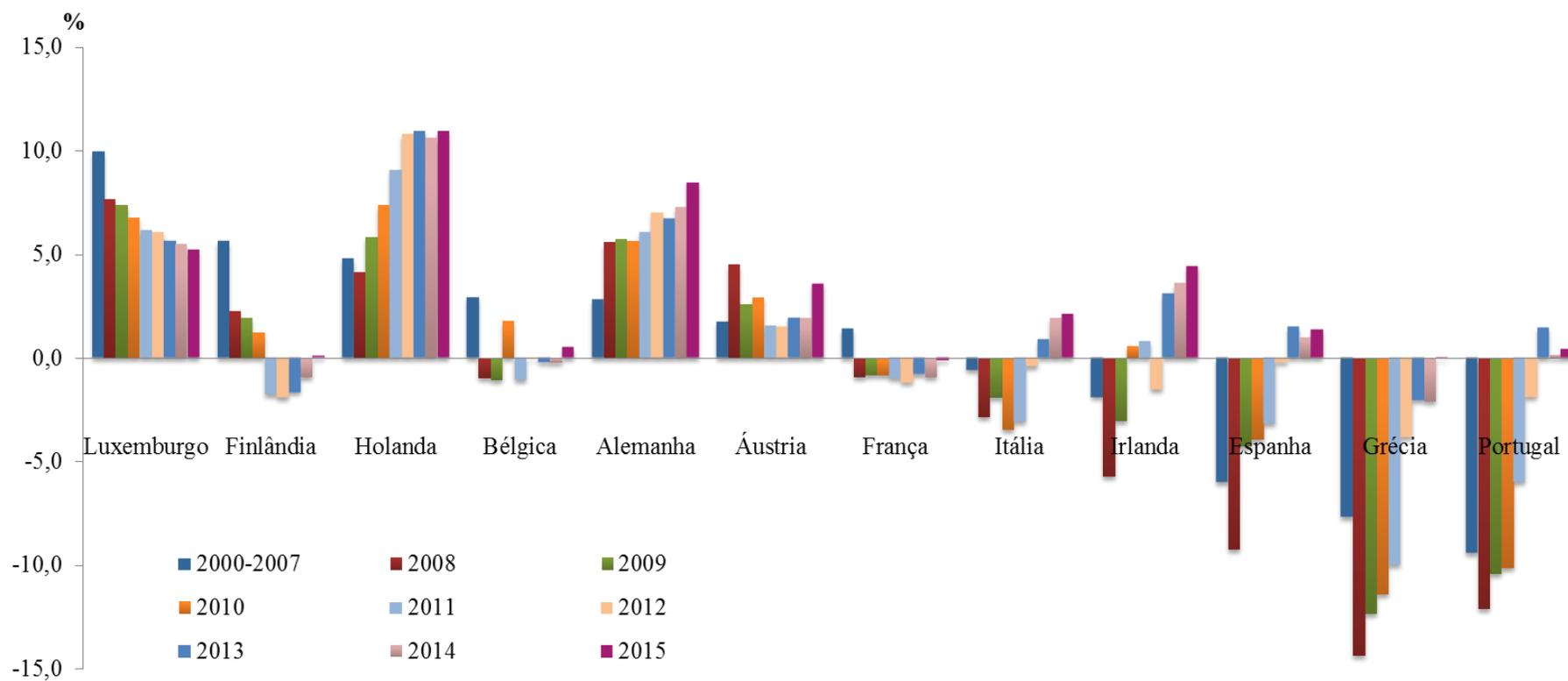
	Taxa de inflação (%) 2000-2007	Taxa de inflação (%) 2008-2015	Resultado fiscal nominal (% PIB) 2000-2007	Resultado fiscal nominal (% PIB) 2008-2015
Alemanha	1,7	1,4	-2,3	-0,9
Áustria	1,9	2,0	-2,1	-2,7
Bélgica	2,1	1,9	-0,5	-3,4
Chipre *	2,7	1,5	-2,3	-3,4
Eslovaquia*	6,0	1,8	-5,0	-4,3
Eslovenia*	5,3	1,8	-1,0	-5,3
Espanha	3,3	1,5	0,4	-7,8
Estônia*	4,1	3,3	1,2	-0,4
Finlândia	1,6	2,1	4,0	-1,7
França	1,9	1,4	-2,7	-4,8
Grécia	3,3	1,4	-6,4	-8,1
Holanda	2,5	1,6	-0,6	-3,1
Irlanda	3,5	0,5	1,5	-10,5
Itália	2,4	1,7	-3,0	-3,4
Letônia*	5,0	3,1	-1,3	-2,9
Lituânia*	1,9	3,1	-1,8	-4,5
Luxemburgo	2,9	2,0	2,4	0,8
Malta*	2,3	2,2	-4,9	-2,9
Portugal	3,0	1,3	-4,4	-6,8
Zona do euro	2,2	1,5	-2,0	-3,8

Fonte: Indicadores calculados pelo autor com base em IMF (2016).

Nota: (*) Países que aderiram ao euro pós 2007

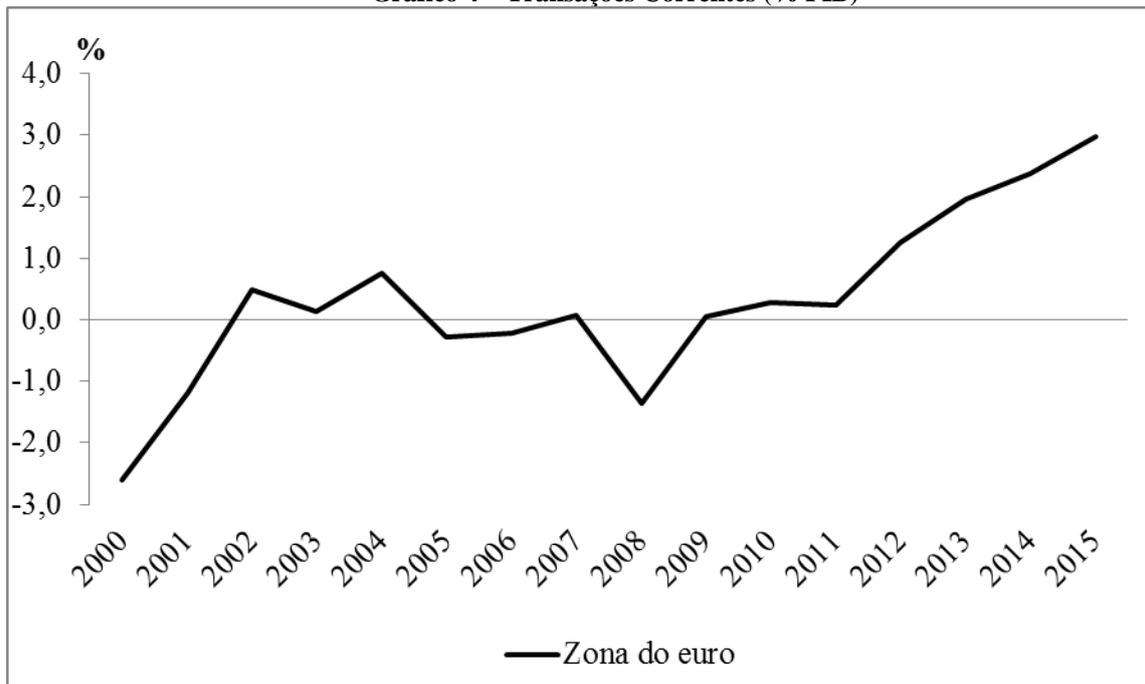
No caso das transações correntes, Gráfico 3 e Gráfico 4 (abaixo), verificam-se grandes e sucessivos desequilíbrios entre os países membros. Enquanto Alemanha, Bélgica, Finlândia, Holanda e Luxemburgo apresentaram superávits médios entre 2000 e 2007 de 2,8%, 2,9%, 5,7%, 4,8% e 10% do PIB respectivamente, Espanha, Grécia e Portugal apresentaram déficits médios de 6,0%, 7,7% e 9,4% do PIB, respectivamente. Com algumas mudanças em determinados países, a situação geral permaneceu similar de 2008 a 2011. Os desequilíbrios começam a diminuir a partir de 2012, o que nos sugere resultados dos ajustes estruturais realizados na zona do euro. Portanto, as disparidades entre os países membros da zona do euro não parecem ser resultado exclusivamente de choques assimétricos entre os países membros.

Gráfico 3 – Transações Correntes (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

Gráfico 4 – Transações Correntes (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

3.1.3 Origem da Crise na União Monetária Europeia

Ball (2012) destaca que nenhuma crise é igual a outra, no entanto existem semelhanças que podem nos levar a um maior entendimento dos reflexos gerados pelas crises. De acordo com o autor, a maior parte das crises financeiras é resultados do declínio dos preços dos ativos, falhas de instituições financeiras causados por insolvência e crise de liquidez ou ainda uma combinação destes fatores. Na zona do euro não seria diferente; estes fatores apresentados por Ball (2012) apareceram na crise da União Monetária Europeia.

O contágio da crise financeira dos Estados Unidos³⁴ chegaria à zona do euro. Antes de 2009, alguns países membros da zona do euro - por exemplo, Grécia, Portugal e Espanha - eram financiados por empréstimos externos. Estes países são considerados mais arriscados a perdas de crédito, portanto investidores cautelosos e com receio de perdas passam a investir em países que pareçam “seguros”. Sendo assim, alguns países da União Monetária Europeia enfrentam a fuga de capital durante a crise da zona do euro.

Portanto, a crise da zona do euro iniciou em 2009 com a Grécia. Com renda baixa para os padrões europeus, a Grécia entrou em crise com o aumento da dívida pública, altas taxas de

³⁴ Para maiores detalhes ver Ball (2012).

juros e a queda na confiança. Em agosto 2010, a taxa de desemprego atingiu 12% a.a. A taxa de juros sobre os títulos de 10 anos da Grécia subiu de 4,7% para 8% em dois anos. Nesta situação, o custo de fazer parte da união monetária apareceu diante da impossibilidade de ajuste através da política monetária (BALL, 2012)

As agências de crédito rebaixaram recorrentemente a dívida do governo grego e seu custo de captação rapidamente subiu de 1,5% para 5% (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015). O governo grego tentou cortar os gastos e se esforçou para fazer o pagamento da dívida, entretanto com a fuga de capitais a Grécia teve que recorrer à ajuda do Fundo Monetário Internacional (FMI), para obter o empréstimo que a Grécia assinaria em maio de 2010 - o acordo econômico com a Troika³⁵, com a obrigatoriedade de corte nos gastos (BALL, 2012).

Para Baldwin e Giavazzi (2015) o resgate foi realizado tardiamente, mercados não estavam confiantes que a Grécia sustentaria a dívida. Assim, o resgate grego não gerou confiança e trouxe reflexos a outros países membros que dependiam de investimentos estrangeiros. Países que apresentavam substanciais déficits em conta corrente, como é o caso da Espanha, Itália e Portugal, acabaram sofrendo o contágio grego (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015). A situação vivenciada pela União Monetária Europeia em 2010 foi caracterizada como uma *sudden stop*³⁶ (GOURINCHAS; PHILIPPON; VAYANOS, 2016).

Diferentemente da Grécia, a Irlanda apresentava boa situação fiscal. Neste caso, o problema surge por conta de uma crise bancária sistêmica em conjunto com o aumento da incerteza no mercado. O desequilíbrio da dívida privada levou ao desequilíbrio da dívida pública: “Like a tragic double-drowning, Ireland’s banking system went down first, and the government of Ireland went down trying to save it.” (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015, p. 42).

³⁷ Em novembro de 2010, a Irlanda acabou assinando o acordo de resgate com a Troika. Todavia, do mesmo modo que aconteceu com o resgate grego, o resgate irlandês produziu efeitos momentâneos e o próximo a colher os efeitos da crise foi Portugal. O resgate português foi assinado em novembro de 2011 (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Os acordos de socorro grego, irlandês e português acalmaram por alguns meses a crise que se alastrava pela zona do euro. Contudo, a tentativa de mudar as expectativas dos investidores falhou quando um novo acordo grego foi anunciado em julho de 2011. O setor privado foi responsabilizado por parte do custo de resgate grego, e viu seus investimentos

³⁵ Troika é composta pelos governos da Comissão Europeia, Banco Central Europeu e FMI.

³⁶ “Parada Súbita” é “uma reversão abrupta dos fluxos de capitais” (TERRA, 2013, p. 231).

³⁷ “Como um trágico afogamento duplo, o sistema bancário da Irlanda caiu primeiro, e o governo da Irlanda caiu tentando salvá-lo.” (BALDWIN, GIAVAZZI, 2015, p. 42, tradução nossa).

sumirem juntamente com o financiamento da dívida do governo grego (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Os resgates produziram efeitos pequenos para o momento subsequente. A cláusula *no-bailout* do Tratado de Maastricht falhou com o segundo acordo grego e alertou os investidores que ainda acreditavam no tratado da União Monetária. Neste contexto, a incerteza na zona do euro havia tomado maiores proporções. Diante dessa situação, mercados passaram a exigir taxas mais elevadas para os títulos de países como Bélgica, Espanha e Itália. Países que pareciam ser “seguros” tornaram-se potenciais inadimplentes (por exemplo, Itália). A Bélgica passa de credora à devedora e as preocupações cresceram na Espanha devido à elevada dívida bancária e colapsos dos mercados imobiliários. Este cenário levou a uma escalada da preocupação na zona do euro (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

A crise que atingiu a Grécia em 2009 funcionou como um detonador das falhas de estrutura da União Monetária Europeia. Como destacado anteriormente, a União Monetária Europeia é desprovida de mecanismos que possam amortecer os choques. A desconfiança e a falta desses mecanismos resultaram na adoção de políticas monetárias e fiscais excessivamente apertadas, agravando ainda mais a crise na zona do euro (MICOSSI, 2015).

A origem da crise na zona do euro é uma clássica situação de *sudden stop* de fluxos de capitais dos países periféricos da União Monetária Europeia, entretanto a intensificação dessa crise em 2010-2011 ocorre em virtude de uma crise de liquidez. Como Micossi (2015) descreve, “Contrary to the narrative developed by creditors in the European Council, the fiscal crisis in many peripheral countries was the result, rather than the cause, of the financial crisis (De Grauwe and Yuemei 2013, Wolf 2014).” (MICOSSI, 2015, p. 134).³⁸

3.1.4 Causas da Crise

A crise da zona do euro em seu primeiro momento é proveniente da própria integração econômica. Consoante retratado por Grauwe (2006, p. 2):

Countries in a monetary union should experience macroeconomic shocks that are sufficiently correlated with those experienced in the rest of the union (symmetry). These countries should have sufficient flexibility in the labour markets to be able to adjust to asymmetric shocks once they are in the union. Finally they should have a

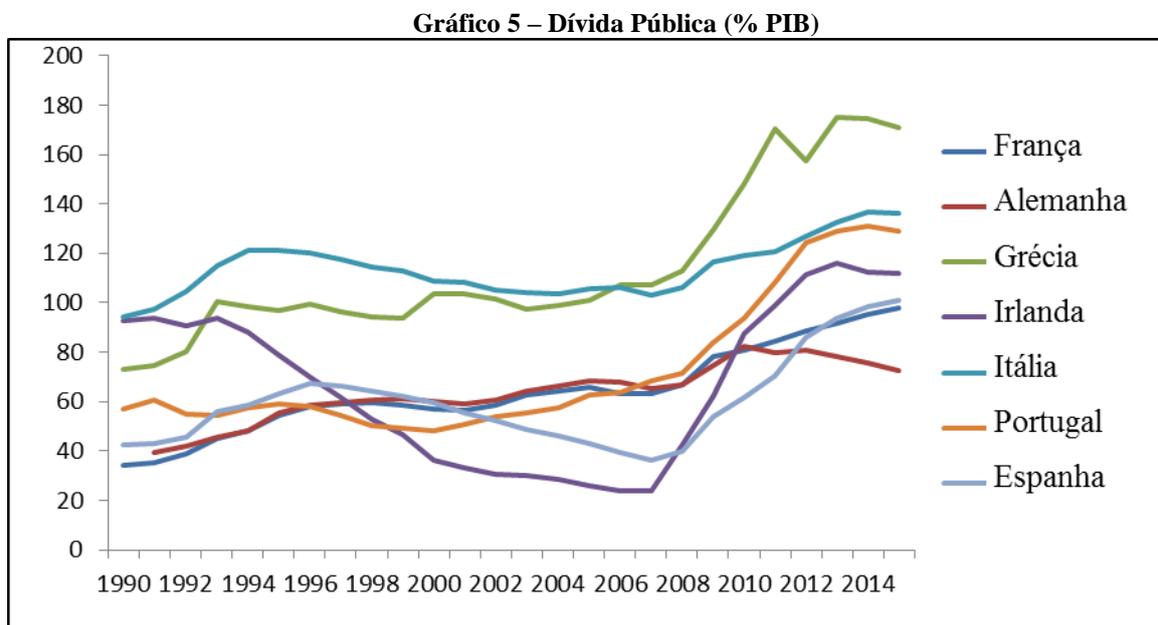
³⁸ “Ao contrário da narrativa desenvolvida pelos credores no Conselho Europeu, a crise fiscal em muitos países periféricos foi o resultado, e não a causa, da crise financeira (De Grauwe e Yuemei 2013, Wolf 2014).” (MICOSSI, 2015, p. 134, tradução nossa).

sufficient degree of trade integration with the members of the union so as to generate benefits of using the same currency.³⁹

Uma vez que os países membros perderam a política monetária independente, são necessários outros mecanismos de ajuste para conter choques assimétricos. Assim sendo, a União Monetária Europeia demonstraria as falhas institucionais em sua criação como causas da crise (FRANKEL, 2015b).

Conforme Grauwe (2015) salientou, a União Monetária Europeia não dispunha de um mecanismo que poderia parar desenvolvimentos econômicos divergentes entre os países, de modo que alguns apresentavam *boom*, outros uma recessão, ou alguns países melhoraram a sua competitividade, outros países experimentaram uma piora. O desenvolvimento econômico divergente entre os países causa grandes desequilíbrios, que levaram alguns países a déficits externos e outros países a superávits externos (GRAUWE, 2015).

Como pode ser visto no Gráfico 5, depois de 2009, a relação dívida/PIB dos países membros da União Monetária Europeia aumentou, entretanto, o aumento da dívida pública não foram à causa da crise e sim consequências (FRANKEL, 2015b).



Fonte: (FRANKEL, 2015a, p. 11)

³⁹ “Os países de uma união monetária devem experimentar choques macroeconômicos que estejam suficientemente correlacionados com aqueles vivenciados no resto da união (simetria). Esses países devem ter flexibilidade suficiente no mercado de trabalho para poderem se ajustar a choques assimétricos quando estiverem na união. Finalmente, eles devem ter um grau suficiente de integração do comércio com os membros, de modo a gerar benefícios de usar a mesma moeda.” (DE GRAUWE, 2006, p. 2, tradução nossa).

Baldwin e Giavazzi (2015) apontam que a crise na União Monetária Europeia teve como causa o rápido desenrolar de desequilíbrios dentro da zona do euro de empréstimos concedidos e contraídos que se construíram na década de 2000. A causa da crise é proveniente do fracasso das políticas que permitiram elevados desequilíbrios, a falta de instrumentos para absorver choques dentro da zona do euro e má gestão da crise (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Outro ponto importante é a retirada do papel do banco central de prestador de última instância de cada país membro da União Monetária Europeia. O papel dos Bancos Centrais de prestador de última instância é fundamental para fornecer liquidez em tempo de crise. A crise de liquidez pode levar instituições solventes à insolvência, e para manter a solvência da instituição o banco central realiza empréstimos de emergência. Os países membros passaram a emitir dívidas em uma moeda que não tinham controle e como resultado os governos não poderiam garantir a rolagem da dívida pública (BALL, 2012).

Quando a crise atingiu a zona do euro, a conexão entre choques assimétricos, política fiscal e o papel bancário se destacaram de diferentes maneiras para os países membros. Pode-se destacar a Grécia no caso fiscal, o déficit orçamentário grego nunca esteve dentro do limite permitido pelo Tratado de Maastricht. Em outubro de 2009, o governo grego recém-eleito anunciou que os governos anteriores haviam mascarado a verdadeira dimensão do déficit orçamental. A crise fiscal grega traria alerta às autoridades e opiniões públicas da zona do euro sobre a possibilidade de violações das regras fiscais e aos mercados financeiros o risco de um *default* soberano (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015; FRANKEL, 2015a; MICOSSI, 2016).

O “alerta” da zona do euro em 2009 fez países como Irlanda, Portugal e Espanha apresentarem problema de solvência. Quando investidores perderam a confiança nestes países a venda dos títulos do governo passou a ser grande de tal modo que empurrou as taxas de juros para cima. Com a falta de liquidez tornou-se impossível para os governos a rolagem da dívida. A recessão que se abateu sobre a zona do euro reduziu ainda mais as receitas dos países membros em dificuldades, levando esses países a intensificarem cada vez mais o programa de austeridade, que por sua vez levou a um ciclo deflacionário (GRAUWE, 2015).

A causa da crise da União Monetária Europeia é visto como uma criação defeituosa da integração econômica, além disso, como aponta Gros (2015):

[...] the crisis proved much more difficult to deal with given the predominance of bank financing, thinly capitalised banks, and the absence of a common mechanism to deal with failing banks and the absence of a common lender of last resort for governments. (GROS, 2015, p. 127).⁴⁰

Baldwin e Giavazzi (2016) argumentam:

Indeed, one reason the Crisis was so costly was the so-called ‘doom loop’ connecting governments and their banks. This acted as a crisis amplifier whereby weak governments increased the cost of financing for banks and in turn the difficulties of banks then depressed the economy, which then weakened both governments and banks even further. (BALDWIN; GIAVAZZI, 2016, p. 27).⁴¹

3.1.5 Medidas Adotadas

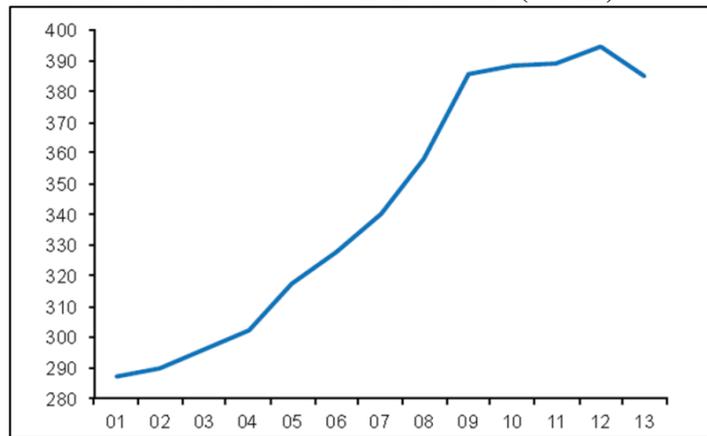
Nos últimos sete anos países membros da zona do euro passaram por profundas e persistentes crises. Um número representativo de autores, a exemplo Grauwe (2012), Frankel (2013), Baldwin; Giavazzi (2015) concordam que a continuidade da crise é resultado da má estrutura existente na União Monetária Europeia. Como Bénassy-Quéré (2015) argumenta “The crisis in the Eurozone since 2010 is not a mere side effect of the 2008 Global Crisis. It results from a flawed construction that dates back to the Maastricht treaty.” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 72).⁴² No entanto, um dos pontos que chama a atenção é o diagnóstico do excesso de acumulação de dívida da zona do euro ao longo dos anos da existência do euro. Como podemos ver no Gráfico 6, a dívida total aumentou (DI MAURO, 2015, p. 177).

⁴⁰ “[...] a crise mostrou-se muito mais difícil de lidar dada a predominância do financiamento bancário, bancos pouco capitalizados, e a ausência, tanto de um mecanismo comum para lidar com bancos falidos, quanto, de um credor comum em última instância de recurso para os governos.” (GROS, 2015, p. 127, tradução nossa).

⁴¹ “De fato, uma das razões pelas quais a crise foi tão onerosa é a chamada doom loop que liga os governos e seus bancos. Isto agiu como um amplificador da crise em que os governos fracos aumentaram o custo do financiamento para os bancos e, por sua vez, as dificuldades dos bancos então deprimiram a economia, o que enfraqueceu tanto os governos como os bancos ainda mais.” (BALDWIN, GIAVAZZI, 2016, p. 27, tradução nossa).

⁴² “A crise na zona euro desde 2010 não é um mero efeito colateral da Crise Global de 2008. É resultado de uma construção defeituosa que remonta ao Tratado de Maastricht.” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 72, tradução nossa).

Gráfico 6 – Dívida Total da Zona do euro (% PIB)



Fonte: Di Mauro (2015, p. 178).

Desta maneira, na tentativa de conter a crise financeira que se abateu sobre a zona do euro, o Banco Central Europeu adotou algumas medidas políticas monetárias não convencionais. Em grau de emergência e com objetivo de ajudar financeiramente países endividados, em 2010, cria-se o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Esses dois mecanismos foram criados em caráter provisório. Em outubro de 2012, o Mecanismo de Estabilização Financeira (MEE) veio substituir o provisório e se tornou permanente, com o compromisso de garantir estabilização financeira na União Monetária Europeia. O MEE é um mecanismo que fornece assistência financeira dada à análise do Conselho da União Europeia (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015). Esta medida transformaria a regra de *no-bailout* em condicional *bailout*, ou seja, países em dificuldades podem receber assistência financeira desde que assumam o compromisso de um ajuste fiscal ou as reformas necessárias apontadas pela zona do euro.

Outra medida realizada foi o Programa de transações monetárias definitivas (TMD) nos mercados secundários de obrigações soberanas, as TMD visam garantir uma transmissão eficaz de política monetária na zona do euro (MICOSSI, 2015, ECB, 2012). Para Feld *et al.* (2016) apesar de não testada, as TMD é um instrumento importantíssimo de estabilização. Uma vez que o programa possibilita fornecer uma barreira poderosa contra a crise de liquidez *self-fulfilling*⁴³ (FELD *et al.*, 2016, p. 52).

Em conjunto com a medida de caráter emergencial o Pacto de Estabilidade e Crescimento ao longo da crise foi apertado. O que significou a inclusão do *Six Pack*, *Two Pack* e o Pacto fiscal. O *Six Pack* é formado por um conjunto de regras que completam as

⁴³ “Auto realizável”

regras de governança econômica da União Europeia. O *Two Pact* reforça a coordenação econômica entre os países da União Europeia e insere novos instrumentos de acompanhamento dos países membros e o Pacto Fiscal reforça a importância dos objetivos orçamentais ancorados a nível nacional (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015, p. 78).

Para Feld et al. (2016):

These reforms have addressed the main shortcomings of the original SGP. Specifically, there is an additional focus on debt sustainability, in order to reduce the debt-to-GDP ratio when it exceeds 60%. Furthermore, they embody greater transparency and foresight, in particular with benchmarks for budget planning and the European semester. Finally, options for sanctioning have been expanded and a reverse qualified majority voting procedure has been introduced. (FELD *et al.*, 2016, p. 52).⁴⁴

Além desses avanços apontados, a União Europeia também progrediu com uma união bancária. A união bancária foi apontada por muitos autores, a exemplo de Eichengreen e Wyplosz (2016), como um instrumento importantíssimo para conter e enfrentar crises soberanas. Como visto anteriormente, quando a União Monetária Europeia foi criada, a responsabilidade bancária era totalmente a nível nacional (BALDWIN; GIAVAZZI, 2016; BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015).

Os líderes da zona do euro decidiram criar um sistema de supervisão bancária e uma instituição comum para reestruturar bancos em dificuldade. A responsabilidade pela supervisão bancária agora é dividida no nível da zona do euro através do Mecanismo Único de Supervisão, ou seja, uma autoridade individual para zona do euro e o risco residual é dividido parcialmente através da construção progressiva da Resolução do Fundo Único (CORSETTI, 2015; FELD *et al.*, 2016; GROS, 2016).

Como Bénassy-Quéré (2015) destaca:

The major area where no bold decision was taken so far is the ‘fiscal union’ area. In 2011, the German Council of Economic Experts proposed to create a ‘redemption fund’ where sovereign debts above the 60% of GDP threshold would be pooled, with earmarked national taxes to progressively eliminate these debts. Several variants of Eurobond schemes were subsequently floated but the idea of debt

⁴⁴ “Estas reformas abordaram as principais deficiências do Pacto de Estabilidade e Crescimento original. Especificamente, há um foco adicional na sustentabilidade da dívida, a fim de reduzir a razão dívida/PIB quando ultrapassar os 60%. Além disso, incorporam uma maior transparência e clarividência, nomeadamente com referências para o planeamento orçamentário e o semestre europeu. Finalmente, as opções de sanção foram ampliadas e um procedimento de votação por maioria qualificada reversa foi introduzido.” (FELD *et al.*, 2016, p. 52, tradução nossa).

mutualisation was difficult to defend given the evaporation of mutual trust. (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2016, p. 79).⁴⁵

Em suma, a zona do euro tem realizado progressos significativos para tornar a União Monetária Europeia mais resistente a crises. A Europa se move em uma direção mais centralizada, a exemplo temos as TDM e a união bancária. No entanto, é difícil chegar a um consenso a respeito de toda a estrutura da união monetária (BALDWIN; GIAVAZZI, 2016).

Eichengreen e Wyplosz (2016) assinalam que:

The Eurozone crisis has shown that monetary union entails more than just sharing monetary policies. This column identifies four minimal conditions for solidifying the monetary union. In the case of fiscal policy, this means a decentralised solution. In the case of financial supervision and monetary policy, centralisation is unambiguously the appropriate response. In the case of a fourth condition, debt restructuring, either approach is possible, but the authors prefer a solution that involves centrally restructuring debts while allocating costs at national level. (EICHENGREEN; WYPLOSZ, 2016, p. 34).⁴⁶

Ao longo dos dezesseis anos de existência da moeda única, medidas foram tomadas para tentar garantir um sistema integrado “harmonioso”, onde um dos objetivos é manter a estabilidade dos preços e desenvolvimento econômico. No entanto, parece existir muito avanço a ser feito para que todos os países membros da União Monetária Europeia consigam um desempenho desejável.

3.2 União Monetária dos Estados Unidos

Discussões sobre a reestruturação da zona do euro vêm ocorrendo ao longo da crise enfrentada pela Europa. Por conseguinte, o federalismo nos Estados Unidos se revela como

⁴⁵ “A área principal onde nenhuma decisão corajosa foi tomada até agora é a área da união fiscal. Em 2011, o Conselho Alemão de Especialistas Econômicos propôs a criação de um fundo de resgate onde as dívidas soberanas acima do limiar de 60% do PIB seriam agrupadas, com impostos nacionais destinados a eliminar progressivamente estas dívidas. Várias variantes dos esquemas de Eurobonds foram subsequentemente flutuadas, mas a idéia de mutualização da dívida foi difícil de defender, dada a evaporação da confiança mútua.” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2016, p. 79, tradução nossa).

⁴⁶ “A crise da zona do euro mostrou que a união monetária implica mais do que apenas dividir a política monetária. Esta coluna identifica quatro condições mínimas para solidificar a união monetária. No caso da política fiscal, isto significa uma solução descentralizada. No caso da supervisão financeira e da política monetária, a centralização é inequivocamente a resposta adequada. No caso da quarta condição, a reestruturação da dívida, qualquer abordagem é possível, mas os autores preferem uma solução que envolva a reestruturação central das dívidas, ao mesmo tempo em que alocam custos a nível nacional.” (EICHENGREEN, WYPLOSZ, 2016, p. 34, tradução nossa).

forma de comparação dos arranjos institucionais entre as duas uniões, sendo assim, o estudo da União Federalista dos Estados Unidos é referência.

3.2.1 Principais Desdobramentos da Criação da União Monetária dos Estados Unidos

Antes de 1790, a união que existia sob os Artigos da Confederação constituía uma aliança de Estados soberanos. Eles não tinham o poder de tributação nacional, ou o poder de controlar comércio, e tinham um executivo comparativamente fraco. Cada estado tinha a autoridade para receber seus próprios impostos, emitir moeda e financiar o seu próprio exército. A principal atividade do governo federal era controlar a política externa e concluir tratados. Não existia um sistema bancário, regulamento dos mercados de valores mobiliários ou em moeda nacional. Assim, o governo central foi incapaz de equilibrar suas finanças, já que os Estados Unidos foram efetivamente à falência, em grande parte por dívidas contraídas durante a guerra revolucionária. Dependente dos 13 estados para receber e distribuir receitas fiscais, o país era incapaz de cumprir com suas dívidas. Os Estados Unidos eram instáveis e sua situação levou a uma reforma sistêmica (HENNING; KESSLER, 2012).

A União Monetária Federalista Norte-Americana foi criada com a assinatura da Constituição em 1787, na Convenção da Filadélfia. A Constituição dos Estados Unidos deu ao Congresso o poder exclusivo de cunhar moeda e regular o seu valor, entretanto, não havia determinações sobre responsabilidades fiscais. A lei de cunhagem, em 1792, definiu o dólar norte-americano em termos fixos de ouro e prata como a unidade monetária dos Estados Unidos, e estabeleceu a casa da moeda nacional na Filadélfia, o que garantiu as bases para uma área monetária eficaz (BORDO; JONUNG, 1999).

Como apontam Bordo e Jonung (1999), a direção para uma união monetária completa com nível de preços nacionais uniforme foi auxiliada pelas ações do primeiro banco, de 1791 a 1811, e o segundo banco, de 1816 a 1836, dos Estados Unidos. Nem um dos bancos foi concebido como um banco central e sim como banco público. Após o desaparecimento do primeiro e posteriormente o segundo banco dos Estados Unidos, não havia formalmente um banco central, e o Tesouro dos EUA serviu como uma autoridade monetária e manteve a convertibilidade da moeda até a criação do Federal Reserve System, em 1914 (BORDO; JONUNG, 1999).

Com resumo de Bordo e Jonung (1999):

Monetary unification of the US was thus not completed until long after its political unification. The US did not establish a central bank with a lender of last resort function until this century. However, State bank regulation was undertaken by State banking inspectors well before the Civil War and national bank regulations by the Comptroller of the Currency beginning in 1863. These institutions evolved at a considerably later stage than the monetary unification. (BORDO; JONUNG, 1999, p. 9).⁴⁷

Deste modo começou a se desenhar o que é chamado de União Federalista Norte-Americana. Atualmente é formada por uma federação com 50 estados mais dois federados, três estados associados, três territórios de regra local, três territórios não incorporados, um distrito federal e mais de 130 nações nativas americanas (WATTS, 1996, p. 19).

3.2.2 Sistema Federal nos Estados Unidos

Nos debates sobre o federalismo, o sistema federativo dos Estados Unidos ganha destaque como precursor do federalismo no mundo. Em 1787 na Convenção da Filadélfia, o federalismo foi definido como o sistema político do governo dos Estados Unidos da América com uma Constituição que sobrevive até os dias de hoje com poucas mudanças. A Constituição dos Estados Unidos não determinava especificamente as responsabilidades fiscais, e assim o federalismo fiscal se construiu em um sistema constitucional “adaptável” (HENNING; KESSLER, 2012).

Esse período ficou marcado na história Norte-Americana pelos que defendiam funções mínimas ao governo central, conhecidos como escola jeffersoniana, e os que defendiam o fortalecimento das funções, conhecidos como escola federalista. Estas lideradas por Thomas Jefferson e Alexander Hamilton, respectivamente (HENNING; KESSLER, 2012).

No modelo federalista se discutia a criação de um governo central que teria como objetivo trazer prosperidade de políticas de integração que viesse a ser um instrumento na garantia de direitos fundamentais, respeitando os conceitos instituídos de cada constituição estadual. O contexto histórico vivido era marcado por invasões territoriais, assim, um governo centralizado era justificado como forma de proteção contra um possível ataque externo. A

⁴⁷ “A unificação monetária dos EUA não foi completada mesmo tempos depois da unificação política. Os EUA não estabeleceu um Banco Central com a função de emprestador de última instância até este século. Entretanto, a regulamentação do banco estadual foi realizada por fiscais bem antes da Guerra Civil e a regulamentação do banco nacional pelo administrador da moeda, começando em 1863. Essas instituições evoluíram em uma fase consideravelmente superior à unificação monetária.” (BORDO, JONUNG, 1999, p. 9, tradução nossa).

contraposição ao governo centralizado era marcada pelo receio da possível perda da liberdade alcançada em 1776 (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Assim, diante das diferenças entre federalistas e anti-federalistas (jeffersonianos), o fortalecimento das funções sobressai e, em 1789, os Estados Unidos adotaram o sistema de federação. O sistema federativo Norte-Americano caracterizou-se em um sistema híbrido, constituindo-se como a primeira federação moderna (HENNING; KESSLER, 2012).

Entre a criação do federalismo até 1901, o sistema federal é caracterizado por pouca cooperação entre os níveis de governo. Durante o período entre 1820 e 1840, os estados se envolveram em amplos empréstimos para financiar suas atividades internas e desenvolvimento, resultando em altas dívidas estaduais. Ao invés dos estados ajustarem seus impostos ou diminuírem seus gastos, os governos estaduais exigiam do governo federal o *bailout* (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

A situação começou a seguir outro caminho em 1840, quando o governo central recusou o *bailout* dos estados endividados. Assim, os estados endividados foram a *default* e acabaram tendo que realizar medidas de ajuste para cobrir suas dívidas. A ação do governo central foi dolorosa aos estados, no entanto, representou a origem da “responsabilidade” dos estados com suas dívidas e nas décadas seguintes os estados acabaram por desenvolver a soberania fiscal que se observa até hoje. Desta maneira, o período que se seguiu é caracterizado por uma maior cooperação entre o governo central e local e o fortalecimento das funções do governo federal (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Como destacam Bordo, Markiewicz e Jonung (2011), a principal mudança foi na esfera dos gastos. Enquanto antes de 1932, o governo local dispendeu 50%, os estados 20% e o federal 30%, em 1940 o governo local dispendeu 30%, os estados 24% e o federal 46%. O aumento de gastos do governo central, 75%, ocorreu em decorrência de programas administrados pelo governo federal em cooperação com os níveis menores (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Assim, durante a história da União Monetária Norte-Americana, verificou-se inversões dos papéis nos diferentes níveis de governos. Como apontaram Barbosa *et al.* (1998), as inversões foram frutos das necessidades ao longo dos anos. Os gastos durante a expansão para o oeste e as consequências da guerra civil contribuíram para o fortalecimento do poder central (BARBOSA *et al.*, 1998).

O período de 1970 ao atual tem sido marcado por mudanças do sistema de empréstimos intergovernamental. Em grande parte, os estados americanos decidem sobre impostos e taxas, sujeito apenas a algumas limitações impostas pela constituição federal.

Em resumo, as despesas do governo federal, em geral, estão relacionadas aos programas de seguridade social e assistência médica, defesa nacional, juros sobre a dívida pública e ajudas intergovernamentais. O governo federal pode amparar os estados e os municípios de três maneiras: subvenções, renúncia fiscal e empréstimos. As subvenções federais em sua maioria são designadas ao financiamento de serviços públicos dos governos estaduais e municipais como educação, saúde, transporte, serviços sociais, controle de poluição e desenvolvimento regional. A renúncia fiscal também é destinada aos estados e aos municípios, porém representa uma perda de receita do governo federal devido às provisões concedidas pela legislação tributária federal. No caso dos empréstimos, pode ser sem a participação da esfera federal, os estados e os municípios podem obter empréstimos ausentando a participação do governo federal (BARBOSA *et al.*, 1998).

A maioria das principais funções dos gastos é localizada no nível do governo estadual ou local, exceto despesas de defesa nacional, pensões e seguro de saúde para os idosos e deficientes. Os gastos dos governos locais quase se equiparam aos gastos dos governos estaduais. Se somados os gastos estaduais e locais praticamente atingem os gastos do governo central, o que caracterizasse o alto grau de descentralização (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Os governos estaduais decidem sobre seus empréstimos sem que haja a necessidade do envolvimento do governo federal. Em sua grande maioria, os estados possuem algum tipo constitucional ou legal que exija um equilíbrio orçamental, o que limita a autonomia dos empréstimos. Na verdade, a natureza exata das exigências varia consideravelmente entre os estados. O governo federal dos Estados Unidos tem seguido uma política de *no-bailout* (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

A divisão das atribuições fiscais entre os entes federativos são reguladas principalmente a nível estadual, criando assim um grau de exclusividade nas receitas e nas despesas estaduais frente à união (HENNING; KESSLER, 2012). Não existe um sistema de distribuição de receitas entre os níveis de governo. O governo federal faz transferências específicas para lidar com desequilíbrios dos governos estaduais e locais, em particular destinadas a programas sociais importantes administrados pelos estados, como saúde, educação e transporte. Não existe um programa de equalização fiscal entre os estados e os estados não são altamente dependentes das transferências federais (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

As amplas transferências resultam das diferenças nas arrecadações, pois normalmente os governos locais gastam mais do que arrecadam, enquanto os governos federais e estaduais

arrecadarem mais do que gastam. Grande parte, cerca de 90%, das transferências no nível federal é atribuída aos estados. Os municípios recebem a maior parte de suas transferências através dos estados. A autonomia dos estados é relativamente alta, dado que apenas cerca de 20% dos recursos são derivados do governo federal, o mesmo não acontece nos governos locais, onde 60% dos recursos são obtidos por meio de transferências (HENNING; KESSLER, 2012).

Os Estados Unidos, em sua maioria, não aderem à equalização fiscal como objetivo. Entretanto, o mecanismo de equalização fiscal pode ser comparado com países que adotaram o federalismo. Esse mecanismo tem como objetivo reduzir as diferenças regionais, realizando transferências entre esferas de governo distintas ou semelhantes. Uma das formas que pode ser realizada é pelo desempenho fiscal, onde são especificados os padrões de gastos por áreas. Dessa forma, todos os três níveis de governo dividem o financiamento das principais áreas de despesas (HENNING; KESSLER, 2012).

No âmbito tributário, a constituição proibiu por parte dos estados os impostos sobre importação e exportação, assim é responsabilidade do governo federal normatizar os tributos do comércio exterior e interestadual, permitindo aos Estados Unidos preservar a ampla área de livre comércio. Outra questão é a reciprocidade entre tributantes, ou seja, não se podem impor impostos entre governos, mas a forma de tributar é independente para o governo federal e estadual. Grande parte da base tributária federal é a renda, da estadual é o consumo e a local é a propriedade (BARBOSA *et al.*, 1998).

O que se pode destacar é que diante da história as mudanças se tornaram necessárias e inevitáveis para o “sucesso” do federalismo dos Estados Unidos. Ao comparar os países com sistema federativo, a estrutura fiscal dos Estados Unidos se desenvolveu ao longo de linhas descentralizadas, no entanto a descentralização não foi ao acaso, se deu com o intuito de proteger os estados membros (HENNING; KESSLER, 2012). Para Freeman e Tandler (2010) o federalismo americano é baseado em descentralização, democracia territorial e parcerias distintas. A autonomia política dos estados americanos é bastante ampla, e o nível de autonomia fiscal é bem diversificado entre estados. A estrutura dos governos locais compreende municípios, condados e distritos. As transferências substanciais de recursos são realizadas através de subvenções intergovernamentais para os governos estaduais. Portanto, transferência de recursos ocorre em todos os níveis, sendo federal-estado, federal-município, estado-município. Apesar de o governo federal ter poderes sobre o financiamento dos recursos, os estados e os municípios mantêm o controle administrativo dos seus programas tradicionais de governo (BARBOSA *et al.*, 1998).

O federalismo dos Estados Unidos na presença de um contexto histórico de conflitos e guerras passou por ajustes, culminando em um governo nacional muito mais forte do que aquele que fora estabelecido na sua criação. Atualmente nas discussões sobre federalismo, o federalismo americano se destaca por apresentar características próprias de um sistema federal de governo, onde as decisões são descentralizadas e em grande maioria ocorre na esfera local de governo através de plebiscitos. Weingast (1995) aponta que o federalismo se mostrou fundamental para a impressionante ascensão econômica dos Estados Unidos, fornecendo fortes limites sobre o grau em que grupos poderiam impor regulamentos nacionais uniformes (WEINGAST, 1995).

3.3 Considerações

As experiências da União Monetária Europeia e da União Monetária dos Estados Unidos foram analisadas de forma a identificar o porquê e como as instituições se diferem entre países e/ou estados membros, além de como elas se modificaram ao longo do tempo.

Verifica-se que ao longo da existência das duas uniões monetárias ocorreram reestruturações institucionais para a estabilidade e o crescimento econômico. O federalismo dos Estados Unidos na existência de um quadro histórico de disputas e guerras passou por ajustes. A União Monetária Europeia ao longo dos dezesseis anos de sua existência realizou medidas para tentar garantir um sistema integrado “harmonioso”, com vistas à estabilidade dos preços e ao desenvolvimento econômico. Entretanto as diferenças institucionais entre as duas uniões refletem resultados diferentes. Essas diferenças serão objeto de estudo no próximo capítulo.

4 ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE A UNIÃO MONETÁRIA DA EUROPA E DOS ESTADOS UNIDOS

A comparação entre a União Europeia e a União Monetária Norte-Americana é relevante para o estudo proposto devido à importância que as duas uniões monetárias representam no mundo. Destacam-se também o tamanho das duas economias e o bom desempenho histórico Norte-Americano como arranjo institucional. Tal comparação possibilita compreender as diferenças das duas estruturas e analisar os impactos em termos de crescimento e instabilidade macroeconômica.

4.1 O Papel da Estrutura Institucional para o Crescimento e Desenvolvimento Econômico

Nos últimos anos, a União Europeia tem sofrido com os efeitos da crise que se instalou em 2009 e que parece estar longe de seu fim. A ausência de mecanismos para lidar com a crise levou a questionamentos sobre a estrutura da zona do euro. Desta maneira, mais uma vez, o papel das instituições ganha destaque como uma das causas fundamentais para a divergência entre diferentes níveis de crescimento e desenvolvimento econômico de países (ACEMOGLU; JOHNSON; ROBINSON, 2004).

Diante da importância das estruturas institucionais é viável desenvolver um quadro de análise para entender o porquê e como as instituições se diferem entre países e como elas se modificam ao longo do tempo. Nessa linha, a definição clássica de Davis e North (1971) distingue o ambiente institucional e o arranjo institucional. O ambiente institucional é definido como o conjunto de regras políticas, sociais e legais mais básicas e gerais que estabelecem a base para a produção, troca e distribuição. Já o arranjo institucional é o conjunto de regras que governa a forma pela qual os agentes econômicos podem cooperar e/ou competirem. Nesse contexto, os sistemas político e econômico são definidos pelo conjunto de regras básicas e gerais, extrapolando as regras que os agentes privados estabelecem para si nas suas transações econômicas ou nas relações políticas e sociais particulares (DAVIS; NORTH, 1971, p. 6,7).

Para North (1990) “Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction.” (NORTH, 1990,

p. 3).⁴⁸ Sendo assim, Acemoglu e Robinson (2010) destacam três características importantes das instituições:

(1) that they are “humanly devised,” which contrasts with other potential fundamental causes, like geographic factors ,which are outside human control; (2) that they are “the rules of the game” setting “constraints” on human behavior; (3) that their major effect will be through incentive. (ACEMOGLU; ROBINSON, 2010, p. 12).⁴⁹

São as instituições econômicas que determinam o potencial crescimento econômico agregado da economia e também distribuem recursos na sociedade. Os principais determinantes das disparidades de renda *per capita* entre países são reflexos das diferentes instituições econômicas (ACEMOGLU; ROBINSON, 2010). Weingast (2015) aponta, por exemplo, que o nível de integração econômica está entre uma das principais diferenças para o problema da violência em países desenvolvidos e países em desenvolvimentos.

Embora as instituições muitas vezes persistam por longos períodos de tempo e tenham consequências inesperadas, as diferenças entre elas em todos os países refletem principalmente o resultado das escolhas coletivas. Diferentes escolhas coletivas refletem diferenças nas instituições políticas e diversas distribuições de poder político (ACEMOGLU; ROBINSON, 2010).

Para North (2005):

Successful economic development will occur when the belief system that has evolved has created a “favorable” artifactual structure that can confront the novel experiences that the individual and society face and resolve positively the novel dilemmas. Failures will occur when the novel experiences are so far removed from the artifactual structure of the evolved belief system that individual and society do not have the “building blocks” of the mind and artifactual structure to resolve the novel problems. If we are going to come to grips with an understanding of the differential performance of different parts of the world both over time and cross-sectionally in the modern world it is here that we must begin. Put simply the richer the artifactual structure the more likely are we to confront novel problems successfully. That is what is meant by adaptive efficiency; creating the necessary

⁴⁸ “As instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, mais formalmente, são as restrições humanamente planejadas que moldam a interação humana.” (NORTH, 1990, p. 3, tradução nossa).

⁴⁹ “(1) elas são “humanamente concebidas”, o que contrasta com outras causas fundamentais potenciais, como fatores geográficos, que estão fora do controle humano; (2) elas são ‘as regras do jogo’ estabelecendo restrições sobre o comportamento humano; (3) e seu principal efeito será através de incentivo.” (ACEMOGLU; ROBINSON, 2008, p.12, tradução nossa).

artifactual structure is an essential goal of economic policy. (NORTH, 2005, p. 69).⁵⁰

O desenvolvimento econômico está relacionado com o processo de aprendizagem, com a formação dos modelos compartilhados e crenças que são desenvolvidas ao longo do tempo. São estes elementos que constroem e transformam as instituições. Assim, conseqüentemente se o processo de aprendizagem – com a formação dos modelos compartilhados e crenças que são desenvolvidas ao longo do tempo – formam as instituições, essas afetam o desenvolvimento econômico. E são as restrições sobre a escolha definida no presente que são derivadas de experiências históricas do passado (MANTZAVINOS; NORTH; SHARIQ, 2003).

É nesse contexto que a estrutura da União Monetária Europeia se destaca. Após dezesseis anos de integração econômica, a zona do euro enfrenta uma crise que se iniciou em 2009 e permanece nos dias atuais. Para Bofinger (2016) a União Monetária Europeia está predisposta à crise devido a sua estrutura institucional híbrida, justificando:

While monetary policy is fully integrated under the aegis of the ECB, 19 national governments are responsible for the EZ's fiscal policy. In addition, labour markets remain segmented as wage bargaining processes and labour market regulations are still organised at the national level. (BOFINGER, 2016, p. 228).⁵¹

Adicionalmente, Papaioannou (2016) destaca que a crise europeia revelou as deficiências institucionais da sua periferia, que fora escondida até 2009. Corsetti (2015) também argumenta:

⁵⁰ “Desenvolvimento econômico bem-sucedido ocorrerá quando o sistema de crenças, que evoluiu criar uma artifactual structure “favorável” que pode enfrentar as experiências novas que o indivíduo e a sociedade enfrentam, e resolverem positivamente os novos dilemas. Falhas ocorrerão quando as novas experiências estiverem muito distantes da artifactual structure do sistema de crenças evoluído que o indivíduo e a sociedade não têm os building blocks da mente e da estrutura artifactual para resolver os novos problemas. Se quisermos compreender o desempenho diferencial de diferentes partes do mundo, tanto ao longo do tempo como em cross-section no mundo moderno, é aqui que devemos começar Coloque simplesmente que sendo mais rico na artifactual structure mais provável estaremos para enfrentar problemas novos com sucesso. É o que se entende por eficiência adaptativa; a criação artifactual structure necessária é um objetivo essencial da política econômica.” (NORTH, 2005, p.69, tradução nossa).

⁵¹ “Enquanto a política monetária está totalmente integrada, sob o apoio do BCE, 19 governos nacionais são responsáveis pela política fiscal da zona do euro. Além disso, o mercado de trabalho continua segmentado, uma vez que os processos de negociação salarial e as regulamentações do mercado de trabalho ainda são organizados em nível nacional.” (BOFINGER, 2016, p.228, tradução nossa).

At the birth of the euro, the fiscal, financial, and monetary institutions of the monetary union were not sufficiently developed. [...] The future of the Eurozone therefore rests on developing an institutional framework that can credibly deliver stability at the EZ level. (CORSETTI, 2015, p. 85).⁵²

Baldwin e Giavazzi (2015) concluem:

The key deficiency was the misalignment between accountability and authority, or as Feld et al put it, the “divergence of liability and control”. If the control and liability had been supranational – as it is in US’s monetary union – the imbalances could surely have been handled without provoking a continent-wide economic crisis. It is much more likely that at least the public debt run up would have been not allowed to go so far in Greece. Likewise, if control and liability had been effectively unified at the national level, nations would have had to deal with their own debt problems, perhaps with the help of the IMF. This might also have prevented or reduced some of the pre-crisis buildups, as happens among US states (most of whom have balanced budget clauses in their state constitutions). (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015, p. 51)⁵³

Sendo assim, Frankel (2015a) questiona quais mudanças são necessárias na Europa para uma união monetária mais estável e como experiências passadas podem ajudar a encontrar uma melhor estrutura institucional para o bom funcionamento das uniões monetárias.

Desta maneira, a comparação entre a União Europeia e a União Monetária Norte-Americana é relevante para o estudo proposto. Por conseguinte, torna-se necessário desenvolver um quadro análise para entender as principais diferenças entre as duas uniões e quais são os impasses que o escopo institucional escolhido gera em termos de manutenção da estabilidade e do crescimento.

⁵² “No nascimento do euro, as instituições fiscais, financeiras e monetárias da união monetária não estavam suficientemente desenvolvidas. [...] O futuro da zona euro baseia-se, assim, no desenvolvimento de um quadro institucional que possa conceder a estabilidade ao nível da zona do euro.” (CORSETTI, 2015, p.85, tradução nossa).

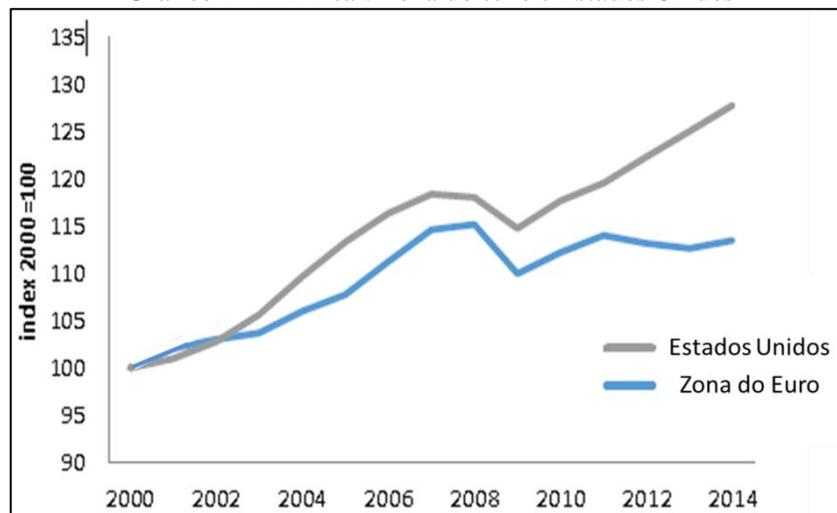
⁵³ “A principal deficiência era o desalinhamento entre responsabilidade e autoridade, ou como Feld et al colocaram, divergência de responsabilidade e controle. Se o controle e a responsabilidade tivessem sido supranacionais - como acontece na união monetária dos EUA - os desequilíbrios certamente poderiam ter sido tratados sem provocar uma crise econômica na Europa. É muito provável que, pelo menos, não seria permitido que a dívida pública corrente na Grécia tivesse chegado “longe”. Da mesma forma, se o controle e a responsabilidade tivessem sido efetivamente unificados a nível nacional, as nações teriam de lidar com seus próprios problemas de dívida, talvez com a ajuda do FMI. Isso também poderia ter evitado ou reduzido alguns dos acúmulos anteriores à crise, como acontece entre os estados dos EUA (a maioria dos quais têm cláusulas orçamentárias equilibradas em suas constituições estaduais).” (BALDWIN, GIAVAZZI, 2015, p.51, tradução nossa).

4.2 Diferentes Arranjos de Uniões Monetárias: União Monetária Europeia *versus* União Monetária Norte-Americana

Uma análise entre a União Monetária dos Estados Unidos e a União Monetária Europeia é recomendada como indicativo das diferenças institucionais existentes entre elas. Tal análise possibilita identificar possíveis impactos gerados para o bom funcionamento da integração econômica. Isto é, os impactos fornecidos pelos arranjos institucionais em cada união monetária como resposta ao desempenho e ao crescimento econômico. Portanto, em primeiro momento da análise é importante destacar as diferenças no desempenho e posteriormente as diferenças institucionais entre as duas uniões monetárias.

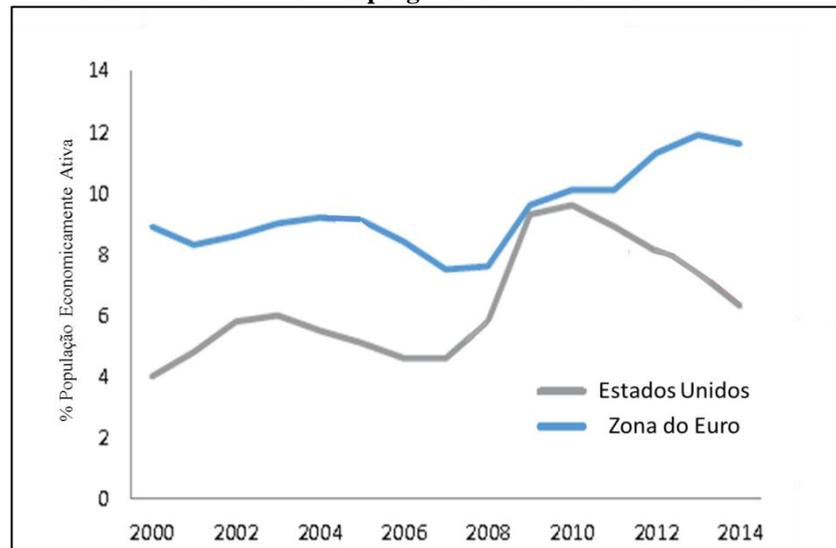
Um primeiro ponto a ser analisado é a comparação do PIB real das duas uniões (Americana e Europeia). Comparativamente, é possível perceber que a evolução do PIB real (Gráfico 7) na zona do euro, com o PIB real dos Estados Unidos possuem uma crescente disparidade. Desde a criação da União Monetária Europeia o PIB real da zona do euro segue um crescimento mais lento do que nos Estados Unidos. Após 2008, início da crise financeira dos Estados Unidos, essa divergência aumenta.

Gráfico 7 – PIB Real: Zona do euro e Estados Unidos



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

A mesma tendência de menor crescimento também é visualizada nos dados da taxa de desemprego (Gráfico 8). A partir de 2010, os Estados Unidos apresentaram uma recuperação nas taxas de desemprego, contrapondo a taxa de desemprego da zona do euro, na qual se observa um aumento com uma pequena queda em 2014.

Gráfico 8 – Taxa de Desemprego: Zona do euro e Estados Unidos

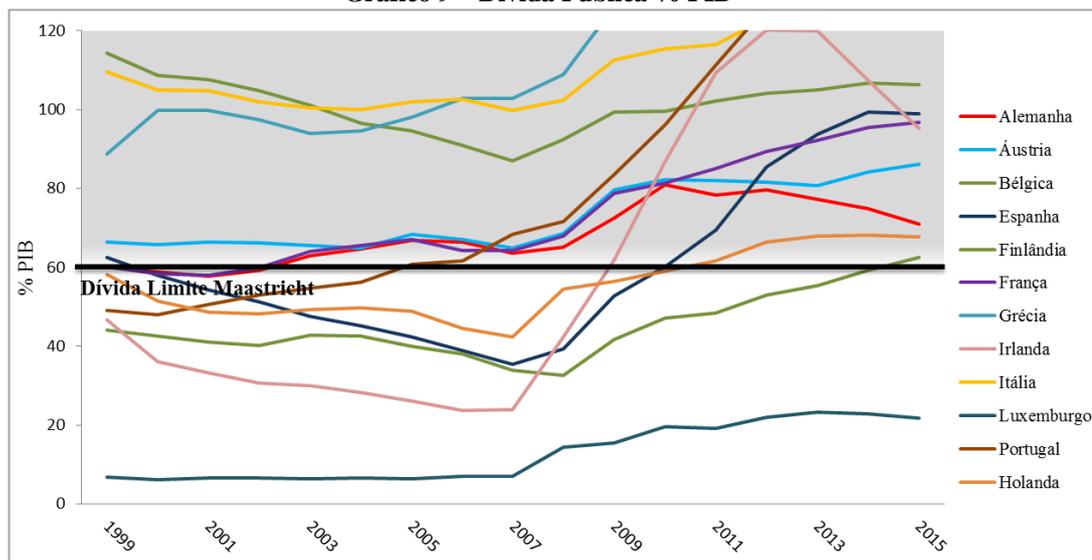
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

Dessa forma, os gráficos apresentados (Gráfico 7 e Gráfico 8) evidenciam uma diferença nos indicadores de crescimento dessas duas áreas, que pode, em parte, ser explicada pelas diferenças existentes entre suas estruturas institucionais.

Outro ponto destaque é a dívida pública, quando a crise financeira Norte-Americana⁵⁴ chegou à Europa, a situação da dívida pública (Gráfico 9) que já não era boa em alguns países membros da zona do euro acaba por piorar. Desta maneira, o Gráfico 9 e Gráfico 10 apresentam como os países membros da União Monetária Europeia se comportaram aos indicadores dívida/PIB e déficit/PIB, respectivamente. A crescente dívida e déficit dos países membros levaram a discussões sobre as reformas na área do euro. A questão fiscal europeia impulsiona ainda mais a comparação com o federalismo fiscal Norte-Americano.

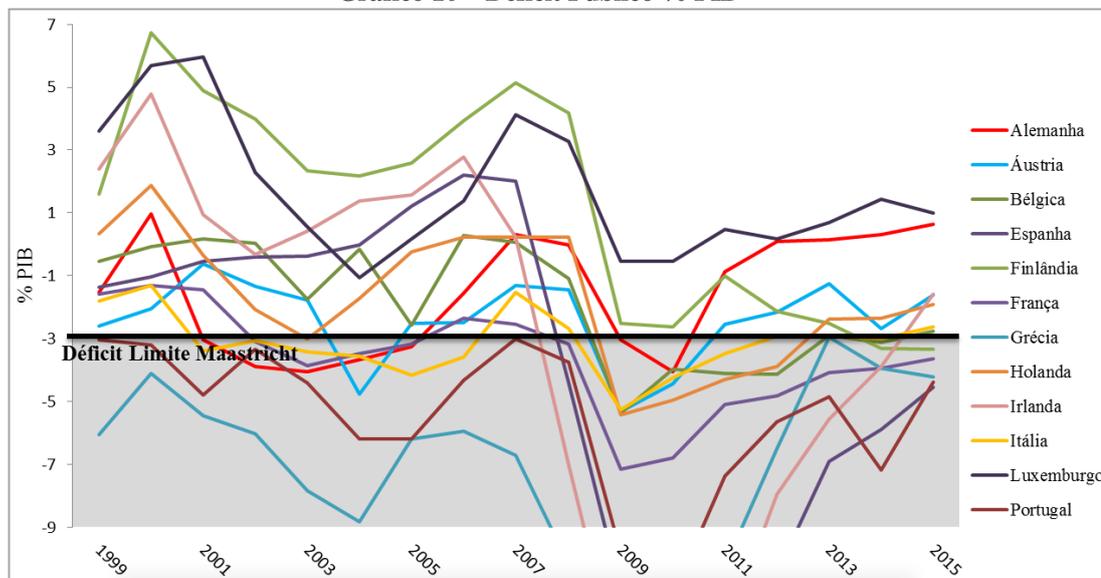
⁵⁴ Crise do Subprime que levou a falência Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos em 2007.

Gráfico 9 – Dívida Pública % PIB



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

Gráfico 10 – Déficit Público % PIB



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016).

A situação da dívida dos governos locais dos Estados Unidos apresenta uma soberania fiscal. Deve-se apontar que este fato se deu de certa maneira de forma dolorosa, quando em 1840 o governo central negou o resgate de alguns estados endividados na época. Assim, os governos locais passaram a se responsabilizar por suas dívidas. Entretanto, é importante destacar o mecanismo de transferências que existe entre o governo central e governos locais.

A comparação entre a questão fiscal europeia e Norte-Americana deixa dúvidas sobre qual estrutura uma união monetária deve seguir. Como aponta Henning e Kessler (2012), nos Estados Unidos “The federal government does not mandate balanced budgets [...] States

adopted balanced budget rules of varying strength during the nineteenth century and these rules limit debt accumulation.” (HENNING; KESSLER, 2012, p. 1).⁵⁵

Do ponto de vista estrutural dessas áreas, uma das diferenças que se destaca é o fato dos Estados Unidos ser um país federativo. Nessa linha, apesar da União Monetária Europeia possuir algumas características fiscais conjuntas, não dispõe de uma união federativa, sendo assim denominada como uma espécie institucional heterogênea, existindo federação, confederação e uma organização internacional. Adicionalmente, deve-se apontar que nos Estados Unidos, os estados membros, apesar de possuírem algum tipo constitucional ou legal próprio, seguem uma constituição federal, contrapondo a União Monetária Europeia, na qual cada país membro possui sua própria constituição sem existir uma estrutura central. Henning e Kessler (2012) ressaltam:

[...] within the US system the states are “sovereign”: The federal government does not mandate balanced budgets nor, since the 1840s, does it bail out states in fiscal trouble. States adopted balanced budget rules of varying strength during the nineteenth century and these rules limit debt accumulation. (HENNING; KESSLER, 2012, p. 1)⁵⁶

Para Bénassy-Quéré (2016) a União Monetária Europeia foi construída como uma união monetária sem uma soberania. A união foi estruturada como um acordo entre vários países para compartilhar uma moeda, esse acordo também previa que os membros não se aproveitariam do sistema através da prodigalidade fiscal. No entanto, esta estrutura não foi próspera para zona do euro, alguns países membros não cumpririam os critérios fiscais⁵⁷ e não foram penalizados como descrito no Tratado de Maastricht.

A cláusula de *no-bailout* presente no Tratado de Maastricht seria outro critério que falharia. Deste modo, a União Monetária Europeia passaria de um mecanismo de *no-bailout* para um condicional *bailout*. Na realidade o risco de *default* grego resultaria em seu resgate

⁵⁵ “O governo federal não impõe orçamentos equilibrados. [...] Os Estados adotaram regras de equilíbrio orçamentário de apoio diversificado durante o século XIX e essas regras limitam a acumulação de dívidas.” (HENNING, KESSLER, 2012, p.1, tradução nossa).

⁵⁶ “[...] no sistema dos Estados Unidos os estados são soberanos: o governo federal não impõe orçamentos equilibrados, desde a década de 1840 não há resgate dos Estados em dificuldades fiscais. Os Estados adotaram regras de equilíbrio orçamentário diversos durante o século XIX e essas regras limitam a acumulação de dívidas.” (HENNING, KESSLER, 2012, p.1, tradução nossa).

⁵⁷ Para mais detalhe ver capítulo 3. Seção 3.1.1 Principais desdobramentos da criação do euro.

em 2010 e de certo modo no novo mecanismo (condicional *bailout*).⁵⁸ Esta medida contrapõe o que ocorre nos Estados Unidos. Apesar da Constituição Norte-Americana não incluir *o no-bailout*, desde a década de 1840, quando oito estados mais a Florida e posteriormente um território não seriam socorridos sucedendo o *default* destes (HENNING; KESSLER, 2012). De certo modo, o não salvamento gerou estímulos para os estados adotarem regras de disciplina fiscal, o mesmo ocorre para os municípios, que por sua vez não podem aspirar ser salvos pelo estado ou governo federal. Portanto, o risco de *default* nos Estados Unidos conduz os estados e municípios a preservar o controle fiscal (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Outra falha na estrutura da União Monetária Europeia transpareceria nas transferências fiscais (BALL, 2012; EICHENGREEN, 2005; FRANKEL, 2015a; GRAUWE, 2006). Nos Estados Unidos ocorrem transferências fiscais nas esferas de governos, federal-estado, federal-município e estados-municípios, distinto do que acontece na União Monetária Europeia, na qual quase não existem transferências fiscais entre os países membros.

Dito de outra maneira, os Estados Unidos apresentam um sistema fiscal centralizado, enquanto a zona do euro apresenta um sistema fiscal descentralizado. Os impactos desta descentralização podem ser percebidos, a exemplo, na atividade econômica. Um declínio da atividade econômica de um estado membro nos Estados Unidos causa uma queda substancial no fluxo de impostos ao governo e um aumento de transferências pelo governo, o que gira em torno de 40% do declínio do PIB local (FELDSTEIN, 2005, p. 4). Ao contrário, uma queda da atividade econômica dos países membros da zona do euro acarreta em uma redução da receita fiscal do país membro, com pouca transferência líquida do exterior (FELDSTEIN, 2005, p. 4).

Dessa forma, na Europa existe uma maior necessidade da utilização da política fiscal discricionária, como forma de resposta a uma crise econômica “local” (países membros ou estados americanos), do que nos Estados Unidos. Isto por que não existem transferências fiscais entre países membros, sendo agravado pela baixa mobilidade de trabalhadores na União Europeia e pelos salários menos flexíveis, comparativamente, aos Estados Unidos. Além disso, destacam-se questões históricas, geográficas e culturais que explicam essas diferenças (por exemplo, a diferença entre os idiomas nos países membros da zona do euro impactam na diminuição da mobilidade de trabalho).

⁵⁸ Para maior detalhe, ver capítulo 3. Seção 3.1.5 Medidas Adotadas.

A comparação realizada pelo FMI demonstra que a União Monetária Europeia é desprovida de um grau de partilha de risco, como visto nas uniões federativas. A União Monetária Norte-Americana, com sua estrutura federalista, consegue minimizar cerca de 80% dos choques locais, enquanto que a União Monetária Europeia consegue apenas cerca de metade deste valor (SAPIR, 2016, p. 184). Outra diferença está no depósito de seguro fiscal, onde os Estados Unidos compensam aproximadamente 15% dos choques locais, ao passo que na zona do euro é praticamente nulo. E por último, grande parte da divisão de risco em federações ocorre da dinâmica privada, especialmente nos mercados de capitais e bancos (SAPIR, 2016, p. 184).

Assim, é possível apontar que apesar de União Monetária Europeia, em sua criação, ter apresentado alguns critérios fiscais⁵⁹, estes não foram suficientes para minimizar a crise na zona do euro. Sendo assim, a existência de várias autoridades fiscais em uma união monetária desenvolve problemas de *free-riding*⁶⁰ e *common-pool*⁶¹ (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011). Adicionalmente, não foi previsto que na integração econômica europeia os países poderiam enfrentar problemas de liquidez e até mesmo de solvência (SAPIR, 2016, p. 183).

Como Beck (2016) aponta que um elemento importante para os Estados Unidos é o fato de que os mercados financeiros são interligados, contrapondo à área do euro. Por conseguinte, uma das diferenças estruturais entre as duas uniões monetárias estudadas está no sistema financeiro. Na federação dos Estados Unidos a supervisão bancária é responsabilidade federal, enquanto que na zona do euro não existe uma supervisão bancária no nível da união (BECK, 2016).

Como assinala Bénassy-Quéré (2016),

[...] sub-national debt crises are generally solved through some form of conditional financial assistance from the federal level [...] and the central bank may purchase securities issued or guaranteed by government-sponsored agencies on the secondary market (although the bulk of existing sovereign bonds are federal debts, in sharp contrast with the predominance of national debts in the Eurozone). (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2016, p. 63).⁶²

⁵⁹ Ver capítulo 3. Seção 3.1.1 Principais desdobramentos da criação do euro.

⁶⁰ Problema de “Parasitismo” é uma falha de mercado que ocorre quando um membro se beneficia de um recurso comum sem que ocorra a contrapartida.

⁶¹ Problema de *common pool* acontece em situações onde a política conjunta beneficia somente alguns países membros e os custos são compartilhados com todos os países membro.

⁶² “[...] as crises de dívida subnacionais são geralmente resolvidas através de alguma forma de assistência financeira condicional em nível federal [...] o banco central pode comprar títulos emitidos ou garantidos por agências patrocinadas pelo governo no mercado secundário (embora a maior parte das obrigações soberanas

Outro ponto, descrito por Gros (2015) é a função do Banco Central na União Monetária dos Estados Unidos como prestador de última instância⁶³,

[...] not only can support the national treasury in times of need, but can also rely on the taxing power of the government to be compensated for any losses that arise if it makes losses on liquidity provision. This is also not the case in the Eurozone, where the ECB cannot rely on a single treasury to be compensated for any losses it might make on liquidity provision. The official Emergency Liquidity Assistance, which has been widely used relies instead on the guarantee of national governments, thus reinforcing the negative feed-back loop between the banks and the sovereign. (GROS, 2016, p. 126).⁶⁴

Portanto, em um primeiro momento da análise descritiva é possível detectar algumas características importantes entre União Federalista Norte-Americana e a União Monetária Europeia, estas incluem: critérios sobre os déficits e dívida exclusivos de cada país membro, regra de *no-bailout*, integração fiscal e integração dos mercados financeiros.

Outra característica de desigualdade entre a União Europeia e a União dos Estados Unidos é a decisão dos países membros ou estados membros de pertencer à união. Na União Federativa dos Estados Unidos são raras as possibilidades de um estado-membro se desligar da união. Já no caso da União Monetária Europeia, a chance de um dos países membros abandoná-la é maior, dado que cada país membro é independente. Este foi o caso, em 2012, da ideia da Grécia sair da zona do euro, mais conhecido com Grexit⁶⁵, ou ainda, o Brexit⁶⁶ que o Reino Unido decide em 2016 abandonar a União Europeia.

A crise vivida pela Europa traria transformações que aproxima a estrutura da União Monetária Europeia com a União Monetária dos Estados Unidos, a exemplo, a supervisão bancária da zona do euro que caminha para uma centralização. Além da criação de uma

existentes sejam dívidas federais, em forte contraste com a predominância de dívidas nacionais na zona do euro).” (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2016, p.63, tradução nossa).

⁶³ Prestador de última Instância: quando os Bancos Centrais interferem no mercado, com o objetivo de conter a crise de liquidez e “salvar” instituições ilíquidas (BALL, 2012).

⁶⁴ “[...] não só pode apoiar o Tesouro Nacional em tempos de dificuldade, mas também pode contar com o poder tributário do governo para ser compensado por quaisquer perdas que surjam se tiver perdas em provisão de liquidez. O mesmo também não sucede na zona euro, em que o BCE não pode confiar em uma única tesouraria para ser compensada por eventuais perdas que possa vir causar a provisão de liquidez. A Assistência Oficial à Liquidez de Emergência, que tem sido amplamente utilizada, baseia-se, em vez disso, na garantia dos governos nacionais, reforçando assim o laço negativo entre os bancos e o soberano.” (GROS, 2016, p.126, tradução nossa).

⁶⁵ Termo composto em inglês *Greece e exit*, utilizado para designar a possível saída da Grécia da Zona do Euro.

⁶⁶ Termo composto em inglês *Britain e exit*, utilizado para designar a possível saída do Reino Unido da União Europeia.

instituição comum entre os países membros da União Monetária Europeia que se direciona para reestruturar bancos em dificuldades (BALDWIN; GIAVAZZI, 2016, p. 27).

Como Eichengreen e Wyplosz (2016) salientaram, a União Monetária dos Estados Unidos levou mais de um século, incluindo a experiência de uma Guerra Civil antes de se tornar uma união “madura”, já a União Monetária Europeia é nova e precisa de ajustes. Wyplosz (2015) aponta que a estrutura institucional da zona do euro comparada à União Monetária dos Estados Unidos não parece ser ruim, todavia, ainda está incompleto, a exemplo, um processo de transferências fiscais (EICHENGREEN; WYPLOSZ, 2016; FRANKEL, 2015a; WYPLOSZ, 2015).

Bordo, Markiewicz e Jonung (2011) destacaram:

As shown by history, weak fiscal institutions contribute to a deficit bias. A main problem of fiscal policy making in the euro area, undermining budgetary discipline and the workings of the Stability and Growth Pact, is found in the lack of efficient fiscal governance in a number of member countries. The solution to this problem is then to improve weak domestic fiscal institutions through reforms, increasing their independence, accountability and transparency – much in the spirit behind central bank reforms in the past decades. (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).⁶⁷

Assim como no federalismo Norte-Americano, a União Monetária Europeia necessita encontrar uma estrutura mais apropriada de distribuição de responsabilidades e de utilização de instrumentos pelos vários níveis de governo. Além disso, não se pode esquecer, ao se comparar as estruturas monetárias, as questões históricas, culturais e geográficas que diferenciam esses locais.

Como apontaram Henning e Kessler (2012):

Some salient features of US fiscal federalism that are frequently addressed in the literature on European monetary integration include the (1) transfers that take place between the federal government and the states, (2) absence of federal bailouts of the states, and (3) limitations on the deficits of the individual states and their correspondingly low debt. (HENNING; KESSLER, 2012, p. 2).⁶⁸

⁶⁷ “Conforme mostrado pela história, as instituições fiscais fracas contribuem para um viés de déficit. Um dos principais problemas da política orçamentária na área do euro, que danifica a disciplina orçamental e o funcionamento do Pacto de Estabilidade e Crescimento é a falta de uma governança orçamental eficiente em vários países membros. A solução para este problema é melhorar as instituições fiscais domésticas fracas através de reformas, aumentando a sua independência, responsabilidade e transparência - muito no espírito das reformas do banco central nas últimas décadas.” (BORDO, MARKIEWICZ e JONUNG, 2011, tradução nossa).

⁶⁸ “Algumas das principais características do federalismo fiscal dos Estados Unidos que são frequentemente abordadas na literatura sobre a integração monetária europeia incluem (1) as transferências que ocorrem entre o governo federal e os estados, (2) a ausência de resgates federais dos estados, e (3) limitações sobre os déficits dos estados individuais e dívida baixa.” (HENNING, KESSLER, 2012, p.2, tradução nossa).

A despeito das diferenças na integração fiscal, desde que a crise europeia se instalou na zona do euro, medidas foram adotadas na tentativa de corrigir as falhas na estrutura da integração europeia, a exemplo, o Pacto Fiscal que reforça a importância dos objetivos orçamentais ancorados a nível nacional. Assim, foram adotadas medidas que deixaram a zona do euro estruturalmente melhor⁶⁹(BÉNASSY-QUÉRÉ, 2015).

No entanto, ainda existe muito a ser feito para que os países membros da zona do euro consigam atingir um desempenho macroeconômico desejável. Deste modo, a existência de maior integração é apontada como uma das necessidades da União Monetária Europeia. Entretanto, não é consenso entre países membros da zona do euro (FRANKEL, 2015a).

Em suma, a partir da análise descritiva foi possível detectar algumas características importantes que distinguem a União Federalista Norte-Americana e a União Monetária Europeia. Na união fiscal Norte-Americana merece destaque, os Estados Unidos ter mantido crível a cláusula de *no-bailout*, o grau de independência das receitas e despesas dos estados membros e um mecanismo de transferência bem definido. Enquanto a União Monetária Europeia, por sua vez, está se movendo a uma maior centralização (EICHENGREEN; WYPLOSZ, 2016, p. 40).

É importante lembrar, como Bordo; Markiewicz e Jonung (2011) apontaram:

The euro area is the first case in the history of monetary unions where monetary policy-making is centralized under one central bank while fiscal policy-making is decentralized in the hands of the national governments of the member states. This institutional framework is new for economists and policy-makers alike. Economists are thus venturing into virgin territory, which allows them to hold widely divergent views about the proper design of the fiscal union for the euro area. (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011, p. 26)⁷⁰

A análise comparativa corrobora o entendimento das principais diferenças no desempenho econômico entre a união monetária norte-americana e união monetária europeia,

⁶⁹ Para maior detalhe, ver capítulo 3. Seção 3.1.5 Medidas Adotadas.

⁷⁰ “A área do euro é o primeiro caso na história das uniões monetárias onde a formulação da política monetária é centralizada sob um único banco central enquanto a formulação da política fiscal é descentralizada nas mãos dos governos nacionais dos estados membros. Este quadro institucional é novo tanto para os economistas como para os formuladores de política. Os economistas estão assim se aventurando em um território virgem, o que lhes permite ter opiniões muito divergentes sobre o projeto adequado da união fiscal para a área do euro.” (BORDO, MARKIEWICZ, JONUNG, 2011, p.26, tradução nossa)

o Quadro 1 sintetiza os principais aspectos considerados na comparação das duas uniões monetárias.

Quadro 1 – Síntese da Análise Comparativa

	União Monetária Norte-Americana	União Monetária Europeia
Choques simétrico	✓	
Baixa mobilidade no mercado de trabalho e salários		✓
Transferências fiscais nos diferentes níveis de governos	✓	
Integração no seu mercado financeiro	✓	
Partilha de risco entre os países membros e/ou estados membros	✓	
Maior possibilidade de desintegração		✓
Estrutura institucional híbrida		✓
Constituição no nível união	✓	
Soberania da união monetária	✓	
Papéis e responsabilidades bem desenhadas	✓	
Falta de credibilidade da união		✓
Diferença entre os idiomas		✓
Supervisão bancária no nível da união	✓	

Fonte: Elaboração do autor (2016).

4.3 Considerações

A comparação entre a União Europeia e a União Monetária Norte-Americana evidencia as diferenças do arcabouço institucional das duas uniões. Essa comparação deixa importantes lições. A experiência do passado mostrou algumas características que são relevantes para um bom funcionamento e que sejam capazes de promover crescimento e

desenvolvimento econômico. É importante destacar que a estrutura institucional “correta” possui maiores possibilidades de contornar crises em períodos curtos. No entanto, essa definição de estrutura institucional “correta” é difícil de encontrar. A busca desta estrutura deve considerar as razões históricas, culturais, geográficas entre outras de cada união.

Nesse capítulo a experiência da União Federalista dos Estados Unidos foi analisada de forma comparativa com a União Europeia. Na análise foram identificadas diferenças nas transferências fiscais, na partilha de risco, no depósito de seguro fiscal, na função do Banco Central, entre outras. Tais diferenças podem estar relacionadas ao desempenho dessas economias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação possui como objetivo entender as principais diferenças de duas uniões monetárias, e assim compreender quais são os impactos da estrutura institucional sobre o crescimento e desenvolvimento econômico dos países membros e/ou estados membros das uniões monetárias. Especificamente, foca nas estruturas institucionais da União Europeia e da União Federalista dos Estados Unidos. Para atingir tal objetivo foi apresentada a teoria da integração econômica, como foco nas Áreas Monetárias Ótimas e nos seus custos e benefícios e a teoria do federalismo fiscal. Em seguida, foi apresentado o histórico da criação da União Monetária Europeia e seus resultados e ajustes institucionais realizados até hoje, também foi apresentado a história da criação da União Monetária dos Estados Unidos e a divisão das responsabilidades nos diferentes níveis de governo. Em sequência, a dissertação apresentou uma análise comparativa dos arranjos institucionais estudados, enfatizando os impactos institucionais em termos de crescimento e a instabilidade macroeconômica.

Na análise comparativa proposta pelo trabalho foram apresentadas as diferenças de desempenho das economias, com a análise do PIB real, taxa de desemprego, dívida e déficit público. Pode-se apontar que a União Monetária Norte-Americana apresentou um desempenho econômico mais satisfatório que a União Monetária Europeia. Este resultado evidencia os impactos nas diferenças do arcabouço institucional das duas uniões.

Em segundo lugar foi feita uma comparação do ponto de vista estrutural. Nessa linha, uma das principais diferenças é o fato dos Estados Unidos ser um país federativo. Mesmo que a União Monetária Europeia possua algumas características fiscais conjuntas, ela não dispõe de uma união federativa, sendo uma estrutura heterogênea. Um sistema federal de governo possibilita ordenar uma variedade de preferências individuais, com o intuito de gerar eficiência na distribuição de responsabilidade e recursos entre os níveis de governo.

O federalismo dos Estados Unidos sofreu ajustes estruturais ao longo de sua história. Ocorreram inversões de centralização versus descentralização, de modo a atingir o objetivo de encontrar uma estrutura apropriada que promovesse o desempenho econômico de seu país.

Outra diferença está relacionada com as transferências fiscais. A União Monetária Norte-Americana realiza transferências fiscais entre seus diferentes níveis de governo, diferenciando da União Monetária Europeia que não apresenta em sua estrutura esse mecanismo. A importância da presença do mecanismo de transferências fiscais está em suportar choques assimétricos.

Assim como as transferências fiscais, a partilha de riscos e o depósito de seguro fiscal são diferenças que podem ser destacadas nas estruturas das duas uniões monetárias analisadas. A comparação realizada pelo FMI demonstra que a União Monetária Europeia é desprovida de um grau de partilha de risco, como visto nas uniões federativas. A União Monetária dos Estados Unidos com sua estrutura federalista consegue minimizar cerca de 80% dos choques locais.

Existem também diferenças no sistema financeiro e na função do Banco Central. Em 2012, a União Monetária Europeia começou a caminhar em direção a uma União Bancária. Todavia, a Alemanha resistiu em transferir toda a responsabilidade do seu Banco Central para o Banco Central Europeu, perpetuando traços de uma União Bancária descentralizada.

Por último, outra característica de desigualdade entre a União Europeia e a dos Estados Unidos é a decisão dos países membros ou estados membros de pertencer à união. Assim, na União Europeia existe a possibilidade de sua desintegração o que não ocorre nos Estados Unidos.

Dessa forma, com base nas principais diferenças apresentadas anteriormente, foi possível destacar alguns pontos:

- a) a União Monetária Europeia foi criada sem preencher os critérios de uma área monetária ótima. Na sua criação os países membros não se preocuparam de forma eficaz com a questão fiscal e não houve qualquer menção a integração do sistema financeiro. Contrapondo a União Monetária Norte-Americana que apresentou choques simétricos, flexibilidade no mercado de trabalho e salários, transferências fiscais e integração no seu mercado financeiro;
- b) a União Monetária Norte-Americana apresenta uma estrutura institucional federal diferente da União Monetária Europeia, que apresenta uma estrutura híbrida. O federalismo se mostrou eficaz para o crescimento e o desenvolvimento econômico de forma que constitui uma soberania. Instituições mais integradas conseguem verificar de mais perto as suas necessidades gerando maior visibilidade do todo;
- c) uma estrutura institucional com seus papéis e responsabilidades bem desenhadas gera credibilidade. A falta de credibilidade parece ter sido um fator importante para que os países membros da zona do euro não perseguissem a disciplina fiscal. Assim, aumento da dívida pública de

alguns países membros da zona do euro parece ser reflexo da estrutura institucional;

- d) um *no-bailout* crível e uma punição para o descumprimento de regras pode gerar maior estabilidade na união monetária. Caso os membros entendam que não serão salvos, mas sim penalizados pelo não cumprimento das regras haverá mais estímulo para a manutenção das contas sob controle. Nos Estados Unidos apesar de não estar definido um *no-bailout* a União Federal não tem realizado salvamentos, de modo que os estados membros cumpram com seus orçamentos;
- e) uma maior integração traz benefícios para o crescimento e o desenvolvimento econômico, como acontece na União dos Estados Unidos. Todavia, uma série de condições é necessária para que uma maior integração funcione harmoniosamente e com êxito.

Através das análises e lições extraídas ao longo desta dissertação, é possível observar que as diferenças nos arranjos institucionais da União Monetária Europeia e União Federativa dos Estados Unidos influenciaram o crescimento e o desenvolvimento dos países ou governos locais. Assim, como Eichengreen *et al.* (2011) descreveram, arranjos institucionais apropriados são extremamente importantes para a capacidade de um país em superar crises. No entanto, pode-se destacar que não é encontrado um modelo institucional ideal.

Desta maneira, a escolha da estrutura não é uma tarefa fácil. A análise dos arcabouços institucionais deve ser considerada importante para identificar o que pode ser caracterizado como condicionantes para um bom funcionamento e assim desenhar ou redesenhar uma nova estrutura. Contudo, nunca deve ser copiada, dado que questões geográficas, históricas, culturais entre outras influenciam o desempenho dos países ou estados membros.

De certo modo, na criação da Zona do euro não se verificou “moldes” para uma união monetária integrada. Nos últimos seis anos, a Europa tem enfrentado uma crise que se tornou difícil de tratar, isto por que sua estrutura possui insuficiências e parece não existir consenso em quais ajustes terão que ser realizados. A Europa vive um período em que os choques econômicos e políticos são excessivos, onde não há acordo sobre como lidar com a crise da dívida soberana e a crise dos refugiados. Dessa maneira, o risco de a União Monetária Europeia desintegrar não parece ser uma opção apenas para céticos. Todavia, a área do euro tem realizado esforços para corrigir as falhas na estrutura institucional e manter a integração econômica.

Do mesmo modo que a análise da comparação entre diferentes uniões vem extraindo lições importantes para a União Monetária Europeia, o Brasil também pode tirar lições desses casos. Esses aprendizados estariam ligados às oportunidades de redesenhar políticas ou mecanismos adotados para a gestão da dívida de seus estados e municípios.

REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. **Institutions as the fundamental cause of long-run growth**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, May 2004. (Nber working paper series, 10481).
- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. The role of institutions in growth and development. **Review of Economics and Institutions**, Perugia, v. 1, n. 2, Fall 2010. p. 1-33. Disponível em: <<http://www.rei.unipg.it/rei/article/view/14/22>>. Acesso em: 10 set. 2016.
- BAICKER, K.; CLEMENS, J.; SINGHAL, M. **Fiscal federalism in the United States**. [S.l.], June 2010. Disponível em: <[http://mfile.narotama.ac.id/files/Jurnal/MIT%202012-2013%20\(PDF\)/F%20ISCAL%20FEDERALISM%20IN%20THE%20UNITED%20STATES.pdf](http://mfile.narotama.ac.id/files/Jurnal/MIT%202012-2013%20(PDF)/F%20ISCAL%20FEDERALISM%20IN%20THE%20UNITED%20STATES.pdf)>. Acesso em: 2 set. 2016.
- BALASSA, B. **Teoria da integração econômica**. Lisboa: LCE, 1961.
- BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. Introduction. In: _____. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR, 2015. p. 18-62.
- _____. Introduction. In: _____. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 23-32. Disponível em: <http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2016.
- BALL, L. **Money, banking, and financial markets**. v. 1. [S.l.]: [s.n.], 2012.
- BARBOSA, F. de H. *et al.* **Federalismo fiscal, eficiência e equidade: uma proposta de reforma tributária**. [Rio de Janeiro]: FGV, 1998. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/FederalismoFiscal.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2016.
- BECK, T. Safeguarding the euro – balancing market discipline with certainty. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 99-106. Disponível em: <http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2016.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. Maastricht flaws and remedies. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. [S.l.]: [s.n.], 2015. p. 72–84.
- _____. A sovereignless currency. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 62-74. Disponível em: <http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2016.
- BOFINGER, P. The way forward: coping with the insolvency risk of member states and giving teeth to the european semester. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 227-239. Disponível em: <http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf>. Acesso

em: 13 dez. 2016.

BORDO, M.; JONUNG, L. **The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, Sept. 1999. (Nber working paper, 7365). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7365>>. Acesso em: 21 out. 2016.

_____; MARKIEWICZ, A.; JONUNG, L. **A fiscal union for the euro: some lessons from history.** Cambridge: National Bureau of Economic Research, Sept. 2011. (Nber working paper, 17380). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17380>>. Acesso em: 21 out. 2016.

CORSETTI, G. Roots of the eurozone crisis: incomplete development and imperfect credibility of institutions. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions.** London: CEPR, 2015. p. 85-98.

COSTA, A. D.; SOUZA-SANTOS, E. R. de. A crise europeia e os perigos da moeda única: lições para as políticas de integração. **Journal of Chemical Information and Modeling**, Washington, v. 53, n. 9, p. 1689-1699, 2012.

DAVIS, L. E.; NORTH, D. C. **Institutional change and american economic growth.** Cambridge: Cambridge University Press, 1971. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?hl=ptBR&lr=&id=Nu48AAAAIAAJ&oi=fnd&pg=PR7&dq=institutional+change+and+america+economic+growth&ots=OoB3Pv95Ty&sig=3KQD oC8fO-wGpiyozZxBdXrR18#v=onepage&q&f=false>>. Acesso em: 16 nov. 2016.

DI MAURO, B. W. Causes of a continuing crisis: not dealing with debt. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions.** London: CEPR, 2015. p. 176-184.

EICHENGREEN, B. **Europe, the euro and the ECB: monetary success, fiscal failure.** 2005. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~eichengr/policy/journal_of_policy_modeling_2005jan13-05.pdf>. Acesso em: 2 out. 2016.

_____. European monetary unification. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 31, n. 3, p. 1321-1357, 1993. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2728243>>. Acesso em: 13 set. 2016.

EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. Minimal conditions for the survival of the euro. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union.** London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 33-45.

EUROPEAN COUNCIL ON THE STABILITY AND GROWTH PACT. **Resolution of the Amsterdam European Council on the stability and Growth Pact.** Amsterdam, 17 June 1997. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1412156825485&uri=URISERV:l25021>>. Acesso em: 13 nov. 2016.

FELD, L. P. *et al.* Maastricht 2.0: safeguarding the future of the Eurozone. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union.** London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 46-61.

FELDSTEIN, M. **The euro and the stability pact.** Cambridge: National Bureau of Economic

Research, Apr. 2005. (Nber working paper series, 11249). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11249.pdf>>. Acesso em: 16 dez. 2016.

FRANKEL, J. The euro crisis: where to from here? **Journal of Policy Modeling**, New York, v. 37, p. 428–444, 2015a. Disponível em: <www.sciencedirect.com>. Acesso em: 6 jul. 2016.

_____. Causes of eurozone crises. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. [S.l.]: [s.n.], 2015b. p. 109-120.

_____; ROSE, A. The endogeneity of the optimum currency area criteria. **Economic journal**, 1998.

FUEST, C.; PEICHL, A. European fiscal union: what is it? does it work? and are there really “no alternatives”? **Cesifo forum**, v. 13, n. 1, p. 3–9, 2012.

GASPARINI, C. E.; COSSIO, F. A. B. Transferências intergovernamentais. In: MENDES, M. (Org.) **Gasto público eficiente: 91 propostas para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Topbooks; São Paulo: Instituto Fernand Braudel, 2006. p. 175-202.

GOURINCHAS, P.-O.; PHILIPPON, T.; VAYANOS, D. The analytics of the greek crisis. **Nber Macroeconomics Annual 2016**, Cambridge, v. 31, 2016.

GRAUWE, P. de. Design failure in the eurozone - can they be fixed? **European Economy Economic Papers**, Luxembourg, v. 491, n. 57, 2013.

_____. Design failures of the eurozone. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR, 2015. p. 99-108.

_____. **Economics of monetary union**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

_____. What have we learnt about monetary integration since the maastricht treaty? **Journal of Common Market Studies**, Oxford, v. 44, n. 4, p. 711-730, 2006.

GROS, D. Completing the banking union. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe’s monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 87-98.

_____. The eurozone crisis and foreign debt. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR, 2015. p. 121-128.

HENNING, C. R.; KESSLER, M. **Fiscal federalism: us history for architects of Europe’s fiscal union**. Washington, DC: PIIE, Jan. 2012. (Working paper, 12-1). Disponível em: <<https://www.piie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2018>>. Acesso em: 23 jul. 2016.

KINCAID, J. **Introduction to federal countries**. 2002. Disponível em: <<http://www.forumfed.org/libdocs/FedCountries/FC-int-Kincaid.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2016.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia internacional**. 8. ed. São Paulo: Person, 2010.

MANTZAVINOS, C.; NORTH, D. C.; SHARIQ, S. **Learning, institutions, and economic performance**. 2003.

MICOSSI, S. Balance-of-payments adjustment in the eurozone. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 188-206.

_____. What future for the eurozone? In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR, 2015. p. 134-151.

MONACELLI, T. Asymmetries and eurozone policymaking. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 160-175.

MONGELLI, F. P. **European economic and monetary integration and the optimum currency area theory**. Brussels: Economic and Financial Affairs, 2008. v. 302

_____. **"New" views on the optimum currency area theory: what is emu telling us?** Frankfurt: European Central Bank, 2002. (ECB working paper series, 138). Disponível em: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>>. Acesso em: 26 ago. 2016.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: [s.n.], 1990.

OATES, W. E. Fiscal federalism. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 37, n. 3, p. 1120-1149, 1999. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-0515%2528199909%252937%253A3%253C1120%253AAE0FF%253E2.0.CO%253B2-A>>. Acesso em: 13 ago. 2016.

_____. **Fiscal federalism**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1972.

_____. **Taxation in a federal system: the tax-assignment problem**. Maryland: University of Maryland, Department of Economics, 1996.

_____. Toward a second-generation theory of fiscal federalism. **International Tax and Public Finance**, Norwell, n. 12, p. 349-373, 2005.

PORTUGAL, M. O fim do euro? **Revista da Federação de Bens e Serviços do Estado do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, n. 80, dez. 2011.

QIAN, Y.; WEINGAST, B. Federalism as a commitment to preserving market incentives. **Journal of economic perspectives**, v. 11, n. 4, p. 83-92, 1997. Disponível em: <<http://econpapers.repec.org/RePEc:wop:stanec:97042>>. Acesso em: 13 ago. 2016.

SAPIR, A. The eurozone needs less heterogeneity. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **How to fix europe's monetary union**. London: Centre for Economic Policy Research, 2016. p. 179-187.

TERRA, C. **Finanças internacionais: macroeconomia aberta: teoria, aplicações e políticas**. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2013.

TIEBOUT, C. M. An economic theory of fiscal decentralization. In: NATIONAL BUREAU COMMITTEE FOR ECONOMIC RESEARCH. **Public finances: needs, sources, and utilization**. Princeton: Princeton University Press, 1961, p. 79-96.

WATTS, R. L. **Comparing federal systems in the 1990s**. Kingston: Queen's University, Institute of Intergovernmental Relations, 1996. Disponível em: <<http://www.queensu.ca/iigr/sites/webpublish.queensu.ca.iigrwww/files/files/pub/archive/books/ComparingFederalSystemsInThe1990s-Watts.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2016.

_____. **The relevance today of the federal idea**. International Conference on Federalism. Berne, 2002. Disponível em: <<http://www.forumfed.org/libdocs/IntConfFed02/ICFE0208-int-Watts.pdf>>. Acesso em: 2 set. 2016.

WEINGAST, B. The economic role of political institutions market-preserving federalism and economic development. **The Journal of Law, Economics and Organization**, Oxford, v. 11, n. 1, p. 1-31, 1995

_____. **The violence trap: why democracy and rule of law fail in the developing world**. [S.l.], 2015. Disponível em: <<http://www.business.auckland.ac.nz/en/about/seminars-and-events/2015/april/the-violence-trap.html>>. Acesso em: 15 ago. 2015.

WYPLOSZ, C. The eurozone crisis: too few lessons learned. In: BALDWIN, R.; GIAVAZZI, F. **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR, 2015. p. 198-204.

APÊNDICE A - TRANSAÇÕES CORRENTES

Tabela 1 - Transações correntes (% PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alemanha	-1,8	-0,4	1,9	1,4	4,5	4,6	5,7	6,8	5,6	5,7	5,6	6,1	7,0	6,8	7,3	8,5
Áustria	-0,7	-0,8	2,6	1,6	2,0	2,0	3,3	3,8	4,5	2,6	2,9	1,6	1,5	2,0	1,9	3,6
Bélgica	3,9	3,3	4,5	3,4	3,1	2,0	1,8	1,5	-1,0	-1,1	1,8	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,5
Chipre *	-4,9	-3,1	-3,5	-2,1	-4,6	-5,3	-6,3	-10,7	-15,6	-7,7	-10,7	-4,0	-5,6	-4,5	-4,6	-5,1
Eslovaquia*	-3,1	-8,0	-7,6	-4,9	-5,9	-7,3	-7,1	-4,8	-6,4	-3,5	-4,7	-5,0	0,9	2,0	0,1	-1,1
Eslovenia*	-2,8	0,0	0,9	-0,8	-2,7	-1,8	-1,8	-4,1	-5,3	-0,6	-0,1	0,2	2,6	5,6	7,0	7,3
Espanha	-4,4	-4,4	-3,7	-3,9	-5,6	-7,5	-9,0	-9,6	-9,3	-4,3	-3,9	-3,2	-0,2	1,5	1,0	1,4
Estônia*	-5,4	-7,1	-11,1	-12,9	-12,0	-8,7	-15,0	-15,0	-8,7	2,5	1,8	1,3	-2,4	-0,1	1,0	1,9
Finlândia	7,5	8,1	8,2	4,6	6,0	3,2	3,8	3,8	2,2	1,9	1,2	-1,8	-1,9	-1,7	-0,9	0,1
França	2,6	2,8	2,1	1,6	1,1	0,5	0,5	0,1	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-1,2	-0,8	-0,9	-0,1
Grécia	-5,9	-5,4	-6,2	-6,3	-5,5	-7,4	-10,9	-14,0	-14,4	-12,4	-11,4	-10,0	-3,8	-2,0	-2,1	0,0
Holanda	1,8	2,3	2,4	5,2	6,8	6,1	7,9	6,0	4,1	5,8	7,4	9,1	10,8	11,0	10,6	11,0
Irlanda	-0,4	-0,6	-1,0	-0,2	-0,6	-3,4	-3,5	-5,4	-5,7	-3,0	0,6	0,8	-1,5	3,1	3,6	4,5
Itália	0,0	0,5	-0,3	-0,6	-0,4	-0,9	-1,6	-1,5	-2,9	-1,9	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,9	2,1
Letônia*	-4,7	-7,5	-6,5	-7,8	-12,3	-11,9	-20,9	-20,8	-12,4	8,1	2,3	-2,8	-3,3	-2,4	-2,0	-1,6
Lituânia*	-5,9	-4,7	-5,1	-6,8	-7,6	-7,2	-10,5	-15,1	-13,3	2,1	-0,3	-3,9	-1,2	1,5	3,6	-2,3
Luxemburgo	12,5	8,4	9,5	6,6	11,9	11,1	10,0	9,8	7,7	7,4	6,8	6,2	6,1	5,7	5,5	5,2
Malta*	-5,2	-1,6	1,0	-1,2	-5,5	-8,2	-9,4	-3,9	-1,1	-6,6	-4,7	-2,5	1,3	3,6	3,4	9,9
Portugal	-10,8	-10,4	-8,5	-7,2	-8,3	-9,9	-10,7	-9,7	-12,1	-10,4	-10,2	-6,0	-1,9	1,5	0,1	0,5
Zona do Euro	-2,6	-1,2	0,5	0,1	0,8	-0,3	-0,2	0,1	-1,4	0,1	0,3	0,2	1,3	2,0	2,4	3,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016)

Nota: (*) Países que aderiram ao euro pós 2007.

APÊNDICE B - TAXA DE CRESCIMENTO ECONÔMICO

Tabela 1 - Taxa de Crescimento Econômico (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alemanha	5,72	5,01	1,51	-0,98	2,53	1,82	0,86	1,90	1,78	1,85	3,19	1,84	0,02	-0,73	0,70	0,88	3,88	3,38	0,81	-5,57	3,95	3,72	0,61	0,41	1,58	1,45
Áustria	4,35	3,44	2,09	0,53	2,40	2,67	2,40	2,21	3,56	3,59	3,37	1,35	1,66	0,76	2,71	2,14	3,35	3,62	1,55	-3,80	1,93	2,81	0,76	0,32	0,35	0,88
Bélgica	3,14	1,83	1,53	-0,96	3,23	2,39	1,59	3,71	1,98	3,56	3,63	0,81	1,78	0,77	3,64	2,09	2,50	3,40	0,75	-2,29	2,70	1,80	0,15	0,02	1,35	1,37
Chipre *	7,41	0,74	9,37	0,70	5,90	9,92	1,62	2,39	5,05	4,71	5,72	3,59	3,23	2,81	4,60	3,88	4,52	4,93	3,65	-2,03	1,36	0,40	-2,45	-5,94	-2,50	1,59
Eslovaquia*					6,21	7,87	6,94	4,45	4,01	-0,21	1,21	3,32	4,52	5,42	5,26	6,40	8,49	10,83	5,65	-5,49	5,08	2,84	1,52	1,43	2,52	3,60
Eslovenia*				2,80	5,30	4,10	3,60	5,11	3,29	5,27	4,16	2,95	3,84	2,84	4,35	4,00	5,66	6,94	3,30	-7,80	1,24	0,65	-2,72	-1,06	3,05	2,88
Espanha		2,53	0,85	-1,31	2,34	4,12	2,42	3,87	4,47	4,75	5,05	4,00	2,88	3,19	3,17	3,72	4,18	3,77	1,12	-3,58	0,02	-1,00	-2,62	-1,67	1,36	3,21
Estônia*					-1,64	2,16	5,32	11,80	4,12	-0,86	10,57	6,33	6,08	7,42	6,30	9,37	10,27	7,75	-5,42	-14,72	2,46	7,58	5,18	1,57	2,91	1,07
Finlândia	-1,37	-5,92	-3,33	-0,73	3,94	4,21	3,66	6,25	5,43	4,44	5,64	2,58	1,68	1,99	3,93	2,78	4,06	5,19	0,72	-8,27	2,99	2,57	-1,43	-0,76	-0,70	0,43
França	2,91	1,04	1,60	-0,61	2,35	2,09	1,39	2,34	3,56	3,41	3,88	1,95	1,12	0,82	2,79	1,61	2,38	2,36	0,20	-2,94	1,97	2,08	0,18	0,66	0,18	1,14
Grécia	0,00	3,10	0,70	-1,60	2,00	2,10	2,86	4,48	3,90	3,07	3,92	4,13	3,92	5,80	5,06	0,60	5,65	3,27	-0,34	-4,30	-5,48	-9,13	-7,30	-3,20	0,65	-0,23
Holanda	4,18	2,44	1,71	1,26	2,96	2,56	3,56	4,30	4,53	5,05	4,25	2,13	0,10	0,29	2,03	2,16	3,52	3,70	1,71	-3,77	1,40	1,66	-1,06	-0,49	1,01	1,93
Irlanda	7,71	1,64	3,58	2,31	5,89	9,59	9,27	11,18	8,91	10,76	10,23	5,83	5,94	3,84	4,41	6,33	6,31	5,54	-2,16	-5,64	0,40	2,59	0,15	1,43	5,20	7,81
Itália	2,05	1,53	0,77	-0,89	2,15	2,30	1,29	1,84	1,62	1,56	3,71	1,77	0,25	0,15	1,58	0,95	2,01	1,47	-1,05	-5,48	1,69	0,58	-2,82	-1,75	-0,34	0,76
Letônia*				-11,40	2,20	-2,08	2,35	8,99	6,53	2,62	5,40	6,46	7,11	8,43	8,34	10,70	11,90	9,96	-3,60	-14,35	-3,78	6,21	4,01	3,02	2,36	2,74
Litânia*							5,24	8,14	7,62	-1,02	3,62	6,70	6,84	10,28	7,37	7,79	7,41	11,09	2,63	-14,81	1,64	6,05	3,84	3,55	3,03	1,59
Luxemburgo	5,32	8,65	1,82	4,20	3,82	1,43	1,52	5,94	6,49	8,42	8,44	2,15	3,62	1,40	4,41	3,22	5,11	8,40	-0,84	-5,38	5,68	2,57	-0,85	4,35	4,07	4,52
Malta*												0,65	2,89	2,49	0,50	3,83	1,88	3,94	3,31	-2,48	3,55	1,93	2,85	4,06	3,73	6,34
Portugal	7,86	3,37	3,13	-0,69	1,49	2,31	3,50	4,43	4,79	3,89	3,79	1,94	0,77	-0,93	1,81	0,77	1,55	2,49	0,20	-2,98	1,90	-1,83	-4,03	-1,13	0,91	1,47
Zona do Euro			1,39	-0,79	2,50	2,90	1,65	2,65	2,92	2,95	3,83	2,13	0,97	0,67	2,26	1,68	3,24	3,05	0,47	-4,54	2,06	1,60	-0,88	-0,30	0,89	1,64

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF (2016)

Nota: (*) Países que aderiram ao euro pós 2007.