

## A Área do Euro Necessita de uma União Orçamental

---

Helge Berger, Giovanni Dell’Ariccia e Maurice Obstfeld

21 de fevereiro de 2018



Sem elementos mais tangíveis de uma união orçamental, a área do euro permanecerá fundamentalmente vulnerável a choques. (foto: iStock by GettyImages).

A área do euro vive hoje um momento de recuperação robusta, mas a arquitetura sobre a qual assenta a união monetária da Europa continua incompleta e deixa a região vulnerável a crises financeiras futuras.

Embora se tenham realizado progressos consideráveis para corrigir algumas das deficiências de arquitetura – facilidades de cedência de liquidez condicionais e elementos-chave de uma união bancária – nosso [estudo recente](#) sustenta que a área do euro necessita de reunir os elementos constitutivos de uma política orçamental comum, incluindo uma maior distribuição do risco orçamental, para preservar a integração e a estabilidade financeiras e económicas. Sem um certo grau de união orçamental, a região continuará a estar exposta a riscos existenciais que os decisores políticos não podem ignorar. Embora este não seja um tema novo, a atual conjuntura

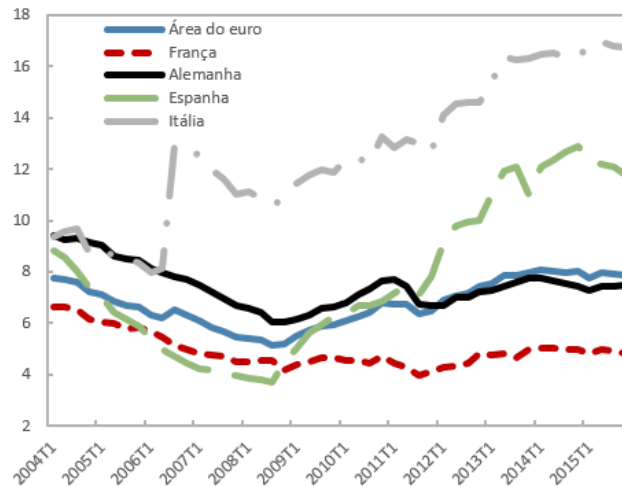
económica favorável poderá representar o momento propício para retomar essa discussão – e a oportunidade para reforçar a área do euro.

Se a União Económica e Monetária (UEM) europeia fosse como qualquer outra grande área monetária, como os Estados Unidos, os Estados-Membros enfrentariam juntos os choques económicos e financeiros. Confeririam poderes a uma administração central ou disporiam de instituições que atuariam em conjunto para lidar com instituições financeiras em dificuldades, garantir os depósitos bancários e assegurar alívio orçamental aos Estados-Membros em situação de recessão particularmente profunda.

### Detenção de dívida durante a crise

Evolução da dívida pública interna detida pelos bancos durante a crise financeira, por país.

(Porcentagem do total de ativos)



Fontes: Arslanalp e Tsuda (2014, atualizado); BCE; e cálculos do corpo técnico do FMI.  
Nota: A quebra na série referente a Itália deve-se à inclusão de uma grande instituição financeira pública em 2006.



Mas a UEM não é uma união política e os seus Estados-Membros conservam muita autonomia. Esta estrutura deixa-os expostos a grandes choques idiossincráticos – económicos ou financeiros –, sobretudo nos casos em que os níveis de dívida pública são já elevados e as administrações nacionais não dispõem de muita margem para responder com políticas orçamentais. Para agravar a situação, os bancos da área do euro detêm grandes montantes de dívida interna soberana ou dívida pública, o que abre caminho a um círculo vicioso no qual os problemas soberanos e financeiros se agravam mutuamente.

Conforme demonstrado pela recente crise financeira, esta dinâmica pode ter grandes repercussões negativas dentro e fora da UEM.

### **Próximos passos**

Considerando a ameaça que os fortes vínculos ainda existentes entre bancos e entidades soberanas representam, um primeiro passo deveria ser a UEM concluir brevemente a sua união bancária. Os avanços foram rápidos após a crise da dívida de 2010-12, desde a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade ao estabelecimento de instituições centrais de supervisão financeira e de reestruturação bancária. O quadro de Transações Monetárias Definitivas do Banco Central Europeu (BCE) ajudou a corrigir as graves distorções nos mercados de dívida soberana.

Contudo, a área do euro ainda está a operar sem políticas unificadas que apoiem um sistema eficaz de garantia de depósitos ao nível do seu conjunto e sem um mecanismo comum de apoio ao Fundo Único de Resolução. Colmatar estas lacunas impedirá que uma crise bancária ponha em risco a estabilidade orçamental de um Estado e a sua pertença à área do euro. Esta medida, aliada a outras, como a regulamentação das detenções de dívida soberana por parte dos bancos, ajudará a evitar que a tensão nos mercados de obrigações soberanas mine a confiança nas instituições de crédito nacionais. Além disso, reforçará a credibilidade da cláusula “no bailout” – a cláusula do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia que proíbe um Estado de pagar a dívida de outro – dado que permitirá reestruturar a dívida soberana sem ameaçar os sistemas bancários nacionais.

### **Necessidade de uma união orçamental**

Mas a união bancária, embora fundamental, não é suficiente. A UEM também requer uma união orçamental para aliviar os choques macroeconómicos específicos de cada país. As uniões monetárias estabelecidas, como as de grandes países com vários governos regionais, incluem mecanismos automáticos de distribuição do risco, a forma mais eficiente de se protegerem de riscos relacionados com o ciclo económico.

Os mercados privados não oferecem cobertura suficiente para fazer face a diminuições do consumo durante uma crise económica. O financiamento da despesa pública através do défice é uma alternativa, mas traduz-se posteriormente por um aumento dos impostos ou reduções da despesa, podendo não constituir uma opção quando a dívida pública é já muito elevada. A alternativa ideal é estabelecer um sistema mediante o qual os Estados-Membros se apoiam mutuamente partilhando o risco orçamental.

Existem muitas formas de partilhar o risco orçamental evitando, em simultâneo, as transferências permanentes de fundos. Existem, por exemplo, propostas a favor de um

sistema de seguro de desemprego ao nível de toda a UEM para estabilizar diretamente os rendimentos privados. No entanto, um mecanismo orçamental central específico – que arrecadará as contribuições anuais dos membros em troca de transferências vinculadas a choques nacionais quando ocorrem – assegurará alguns dos mesmos benefícios sem necessitar da harmonização do seguro de desemprego. Um documento do FMI a ser publicado em breve intitulado “*Filling a Gap in the Euro Area Architecture: A Central Fiscal Capacity for Macroeconomic Stabilization*” descreve como se poderá conceber este mecanismo para suavizar os ciclos económicos, garantindo ao mesmo tempo a disciplina orçamental e evitando problemas de risco moral.

Em princípio, a participação neste mecanismo também poderá estar condicionada ao cumprimento de regras orçamentais ou reformas estruturais para ajudar a reduzir a probabilidade de a distribuição do risco resultar em transferências unilaterais no longo prazo. Alguns problemas de longa data, como os créditos bancários mal parados, têm de ser abordados em separado.

### **Disciplina orçamental**

Um benefício adicional da introdução de algum grau de distribuição do risco orçamental poderá ser o aumento da disciplina orçamental. Tal poderá parecer contraditório tendo em conta que, à semelhança de qualquer outro mecanismo de seguro, a inclusão da distribuição do risco orçamental gera forçosamente risco moral ou a tentação de tomar decisões sabendo que existe um mecanismo de seguro. Por exemplo, os Estados poderiam esforçar-se menos em cumprir as suas metas orçamentais.

No entanto, um aumento da distribuição do risco poderá conferir uma maior credibilidade à cláusula de “no bailout” e, por conseguinte, fazer com que os mercados financeiros deem maior atenção às imprudências orçamentais. É bem possível que, atualmente, os mercados não acreditem plenamente na cláusula de “no bailout”. Um incumprimento soberano pode ter enormes repercussões económicas e financeiras negativas e, nessas circunstâncias, o resgate seria talvez a opção menos má para os restantes membros da UEM.

Este perigo é especialmente elevado quando persiste um vínculo estreito entre o Estado e os bancos, nomeadamente através de grandes detenções bancárias da dívida soberana. Assim, uma maior distribuição do risco financeiro – começando por uma união bancária plena, dotada de um mecanismo de apoio com fundos suficientes – reduzirá os efeitos de contágio de um incumprimento do Estado e a probabilidade de resgate. Consequentemente, os mercados financeiros terão um maior incentivo para impor taxas de juro mais elevadas aos Estados que tomem decisões orçamentais imprudentes.



Posto isto, o risco moral é uma grande preocupação, e uma união orçamental plena requer normas e instituições eficientes para a sua contenção. Numa comparação entre países, as limitações aplicadas às políticas públicas a nível estatal ou regional tendem a ser mais restritivas quando o nível de distribuição do risco orçamental é mais elevado. No caso da UEM, isto significa procurar formas de simplificar as normas existentes e aplicá-las com maior rigor. Em última instância, poderá ser necessário transferir algum poder de decisão dos Estados-Membros para a União.

### **Necessidade económica**

Concluir a configuração institucional da área do euro é, sem dúvida, uma tarefa politicamente difícil, mas é também uma necessidade económica. Os passos aqui abordados envolvem decisões institucionais complexas, uma redistribuição de competências soberanas e questões de legitimidade democrática.

Para avançar é necessário um debate público de fundo, num momento em que o objetivo da integração europeia já não inspira consenso, e as decisões que não contam com um apoio abrangente dos cidadãos podem ser contraproducentes.

No entanto, a realidade económica tem formas de se impor, qualquer que seja o clima político do momento. Afinal, sem elementos mais tangíveis de uma união orçamental, a área do euro permanecerá fundamentalmente vulnerável a choques. Pela mesma razão, a promessa de uma UEM mais completa no futuro reforçará a sua resiliência atual.

**No sentido de uma União mais perfeita**

**Em que ponto se encontra a área do euro no sentido de uma verdadeira união orçamental?**

<b>Requisitos principais</b>	<b>Progressos desde a crise</b>	<b>Que mais é necessário?</b>
<b>1) Distribuição do risco orçamental</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Macroeconomia</li> <li>• Mecanismo de apoio da união bancária</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iniciativa de investimento</li> <li>• Disponibilização de liquidez condicionada, normalmente abaixo das taxas de mercado (Mecanismo Europeu de Estabilidade)</li> <li>• Mecanismo Único de Resolução</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribuição de riscos macroeconómicos de dimensão relevante</li> <li>• Seguro de depósitos comum</li> <li>• Fundo de resolução bancária sólido e financiado conjuntamente</li> </ul>
<b>2) Governação</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coordenação de políticas</li> <li>• Normas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reformas diversas</li> <li>• Mecanismo Único de Supervisão</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coordenação eficaz</li> <li>• Normas mais simples e eficazes</li> </ul>
<b>3) Mercados</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Integração do mercado de fatores</li> <li>• Incentivos à disciplina das instituições orçamentais e financeiras</li> <li>• Redução do risco de equilíbrios negativos auto-cumpridos nos mercados de dívida soberana</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Supervisão mais sólida, aumento das reservas de absorção de perdas e requisitos de recapitalização interna</li> <li>• Recuperação lenta da integração dos mercados financeiros</li> <li>• Introdução de cláusulas de ação coletiva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• União bancária plena</li> <li>• União plena do mercado de capitais</li> <li>• Limitação credível aos resgates financiados pelos contribuintes, apoiada por uma distribuição mínima de risco</li> </ul>

\*\*\*\*\*



**Helge Berger** é Diretor Adjunto no Departamento de Estudos do FMI. É igualmente professor-associado de economia monetária na Universidade Livre de Berlim. Estudou em Munique, Alemanha, onde obteve o seu doutoramento em economia que o habilitou a lecionar. Anteriormente, deu aulas como professor-convidado da John Foster Dulles na Universidade de Princeton e ajudou a coordenar a rede CESifo, criada em Munique, como diretor de investigação, tendo sido professor de pleno direito na Universidade Livre de Berlim.



**Giovanni Dell'Ariccia** é Diretor Adjunto no Departamento de Estudos do FMI, onde coordena as atividades da Unidade de Ligações Macrofinanceiras. Anteriormente trabalhou no Departamento da Ásia-Pacífico do FMI. As suas áreas de investigação incluem: o setor bancário, a dimensão macroeconómica do crédito, a política monetária, as finanças internacionais e a condicionalidade dos programas de ajuda e de crédito internacionais. Publicou artigos nas principais revistas financeiras e económicas. Detém um doutoramento do MIT e é investigador-associado do Centre for Economic Policy Research (CEPR).



**Maurice Obstfeld** é o Conselheiro Económico e Diretor do Departamento de Estudos do FMI, destacado da Universidade da Califórnia, Berkeley, onde é professor de economia (“Class of 1958”) e antigo diretor da Faculdade de Economia (1998-2001). Professor em Berkeley desde 1991, ocupou anteriormente o cargo de professor titular na Universidade de Columbia (1979-1986) e na Universidade da Pensilvânia (1986-1989), e de professor-convidado em Harvard (1989-90). Recebeu o seu doutoramento em economia no MIT em 1979, depois de frequentar a Universidade da Pensilvânia (licenciatura, 1973) e o King’s College, Universidade de Cambridge (mestrado, 1975).

De julho de 2014 a agosto de 2015, Obstfeld foi membro do Conselho de Consultores Económicos do Presidente Obama. De 2002 a 2014, ocupou o cargo de consultor honorário do Instituto de Estudos Económicos do Banco do Japão. É também membro da Sociedade Econométrica e da Academia de Artes e Ciências dos Estados Unidos. Recebeu, entre outras, as seguintes distinções: o prémio Tjalling Koopmans da Universidade de Tilburg, o prémio John von Neumann do Rajk Laszlo College of Advanced Studies (Budapeste) e o prémio do Instituto Bernhard Harms da Universidade de Kiel. Tem participado em diversas conferências de renome, incluindo a conferência anual Richard T. Ely da Associação Económica Americana, a conferência L. K. Jha Memorial do Banco da Reserva da Índia e a conferência Frank Graham Memorial da Universidade de Princeton. Obstfeld foi membro da Comissão Executiva e Vice-Presidente da Associação Económica Americana. Atuou como consultor e ministrou cursos no FMI, assim como em inúmeros bancos centrais de todo o mundo.

É também coautor de duas obras fundamentais sobre economia internacional, *International Economics* (10.<sup>a</sup> edição, 2014, com Paul Krugman e Marc Melitz) e *Foundations of International Macroeconomics* (1996, com Kenneth Rogoff), assim como de mais de uma centena de artigos sobre taxas de câmbio, crises financeiras internacionais, mercados mundiais de capitais e política monetária.