



UNIVERSIDADE DE
COIMBRA

Francisca Martinho Violante Fernandes

**A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA COMO
ZONA MONETÁRIA ÓTIMA:
FALHAS POLÍTICAS, CONSEQUÊNCIAS ECONÓMICAS**

**Trabalho de Projeto no âmbito do Mestrado em Economia, Especialização
em Crescimento Económico e Políticas Estruturais, orientada pelo Professor
Doutor António Portugal Duarte e apresentada à Faculdade de Economia da
Universidade de Coimbra para obtenção do grau Mestre**

Janeiro de 2021

Agradecimentos

Escolher a Economia depois de um percurso marcado pelas Letras foi um desafio pelo qual tenho muito orgulho de ter passado. Cresci muito durante este processo, pelo nível de dificuldade desta oportunidade, pela mudança de campo de estudos e, sobretudo, por tê-lo feito no meio de uma pandemia.

O meu primeiro agradecimento tem de ir, irremediavelmente, para o Professor António Portugal Duarte que me orientou e acompanhou, permitindo-me evoluir e desencadear competências.

Obrigada à Professora Dina Sebastião que me ensinou tanto durante o período de Licenciatura, e que me apoiou neste desafio.

Obrigada aos meus pais, que fizeram de mim tudo aquilo que sou hoje e são a minha rede de segurança. Obrigada ao meu irmão, o meu amor maior.

Um agradecimento do fundo do coração aos que estiveram comigo todos os dias, independentemente de onde estavam. Obrigada Miguel Ferreira, Sílvia Bacalhau, Francisca Soeiro, Martim Assunção, Nuno Gonçalves e Francisca Albuquerque.

Labor omnia vincit.

Resumo

Os erros políticos são inseparáveis das falhas económicas, e a crise de 2007-08 veio expor isso no Continente Europeu. Este trabalho analisa a União Económica e Monetária (UEM) sob as oito principais características de otimalidade que uma Zona Monetária Ótima (ZMO) deve ter. Para tal, examinámos vários indicadores macroeconómicos que nos permitiram concluir que a UEM não representa (ainda) uma ZMO. Os resultados extraídos dos dados analisados mostram que a UEM foi construída por um ímpeto político, descurando os riscos evidentes e iminentes. Realça-se a importância crescente da coordenação e disciplina político-económica e da preparação *ex ante* dos Estados. O não cumprimento dos requisitos imprescindíveis a uma ZMO deve-se à crise das dívidas soberanas, no entanto, a arquitetura da UEM não foi capaz de recuperar daí e evoluir. Falta ainda coordenação de políticas, de ciclos económicos e de objetivos.

Palavras-chave: União Económica e Monetária; Zona Euro; Zonas Monetárias Ótimas; Moeda única.

Classificação JEL: E31, E52, F15, F36

Abstract

Political errors are inseparable from economic failures, and the 2007-08 crisis exposed this on the European continent. This paper analyses Economic and Monetary Union (EMU) under the eight main optimistic features that an Optimum Monetary Zone (OCA) should have. For this purpose, we analysed several macroeconomic indicators that have allowed us to conclude that EMU does not (yet) represent a ZMO. The results drawn from the data analysed show that EMU was built by a political impetus, neglecting the evident and imminent risks. The growing importance of economic policy co-ordination and discipline and of ex-ante state preparation is stressed. The failure to meet the indispensable requirements of a ZMO is due to the sovereign debt crisis, but the architecture of EMU has not been able to recover and evolve from it. There is still a lack of coordination of policies, economic cycles and objectives.

Keywords: Economic and Monetary Union; Eurozone; Optimum Currency Areas; Single currency

JEL Classification: E31, E52, F15, F36

Índice

I. Introdução	2
II. Zonas Monetárias Ótimas	4
III. Os dois lados da moeda	8
III.1. Um ato de fé.....	8
III.2. A realidade	9
IV. Análise empírica dos critérios de ZMO no contexto da UEM	11
i. Mobilidade da força de trabalho	12
ii. Flexibilidade do mercado de trabalho.....	14
iii. Grau de abertura económica ao exterior.....	16
iv. Grau de diversificação da produção	18
v. Taxas de inflação similares	20
vi. Sincronização dos ciclos económicos	21
vii. Mobilidade de capital	23
viii. Solidariedade.....	25
V. Que futuro para a UEM?	28
VI. Conclusão	32

Lista de Siglas e Abreviaturas

AUE – Ato Único Europeu

BCE – Banco Central Europeu

CE – Comissão Europeia

CEE – Comunidade Económica Europeia

CECA – Comunidade Europeia do Carvão e do Aço

EM – Estados-Membros

EUA – Estados Unidos da América

I&D – Inovação e Desenvolvimento

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

ILPE – Índice de Legislação de Proteção ao Emprego

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento económico

PEC – Pacto de Estabilidade e Crescimento

PIB – Produto Interno Bruto

PIIGS – Portugal, Italy, Ireland, Greece and Spain

PPC – Paridade de Poder de Compra

SME – Sistema Monetário Europeu

SMI – Sistema Monetário Internacional

TECG – Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação

TFUE – Tratado de Funcionamento da União Europeia

TM – Tratado de Maastricht

UB – União Bancária

UE – União Europeia

UEM – União Económica e Monetária

ZE – Zona Euro

ZMO – Zona Monetária Ótima

I. Introdução

A União Económica e Monetária (UEM) e a integração económica e aprofundamento político que lhe está subjacente têm de estar em sintonia para que a política e a economia atuem como forças cooperantes.

Desta forma, a harmonia do triângulo política-economia-instituições é essencial à existência de uma Zona Monetária Ótima (ZMO) eficiente, na qual os Estados-Membros (EM) confiem e convirjam. Todavia, a fraca homogeneidade político-económica existente na Zona Euro (ZE), é uma das suas lacunas mais profundas – falhas que se exaltaram aquando da crise de 2007-08, revelando uma “União Económica e Monetária (UEM) incompleta” (Caetano e Sousa, 2019: 233), tornando-se assim essencial deslindar os erros de um passado político ilógico, que se espelha numa união monetária e bancária “tremida” e em economias díspares (sobretudo na polarização centro-periferia europeia).

O objetivo desta investigação é perceber o que falha na génese política e institucional da UEM, que inevitavelmente se refletirá a nível económico, e a impossibilidade de poder funcionar como uma ZMO. Para tal, é importante estudar a sustentabilidade do Euro como moeda única (e da própria união monetária que o suporta). Nesse sentido, iremos recorrer a uma análise de estatística descritiva, bem como a uma análise exploratória de alguns dados que nos ajudarão a averiguar até que ponto a UEM cumpre ou não os principais critérios subjacentes a uma ZMO. É nossa expectativa que a revisão da literatura política europeia possa ajudar-nos a perceber de que forma as incompletudes políticas afetam a economia dos Estados-Membros. Concretamente, iremos testar empiricamente as oito principais características de otimalidade que uma ZMO deve respeitar.

Estas premissas necessárias para instituir uma ZMO foram projetadas inicialmente por Mundell (1961) na sua obra “Teoria da Zonas Monetárias Ótimas”, e mais tarde desenvolvidas por outros autores, nomeadamente por Mckinnon (1963) e Kenen (1969), decorrendo destes trabalhos que sem o inteiro cumprimento de determinado conjunto de critérios de otimalidade, uma união monetária não poderá funcionar como uma ZMO.

No que diz respeito ao caso concreto da UEM europeia, podemos dizer que esta foi projetada rapidamente sob uma visão demasiado otimista, não tendo sido reconhecido pelos seus obreiros e fundadores a importância dessa teoria, nem das suas próprias fragilidades. As suas bases económicas e políticas foram edificadas sem preocupação e preparação *ex ante*, o que abriu portas para o inverso do seu objetivo primário: ser uma união económica

que fizesse convergir as economias e, inevitavelmente, as políticas económicas no seio do espaço europeu.

A UEM tem “vestido um papel de vilã”, acentuando falhas político-económicas, sobretudo por ter sido concebida de forma emocional e despreocupada com os riscos evidentes de um passo tão grande, afetando de forma diferente, diferentes países. Quer isto dizer que, num cenário destruído de pós-Segunda Guerra Mundial a Europa precisava, para salvaguardar a Paz, de reconstrução, estrutura e desenvolvimento de forma cooperante e harmoniosa – surgindo assim, a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), que contribuiria para a dilatação económica, através de um mercado comum de livre circulação de carvão e aço (extremamente importantes para o desenvolvimento industrial) entre membros. Este foi, então, um esboço de um mercado único e comum e que depois coadjuvou o nascimento da integração europeia. Assim decorreu até à criação e instituição da UEM e ZE (1999), que se revelou, na visão de Amaral (2010) a certeza de um futuro incerto, já que serve para aprofundar divergências e feridas nas economias – sobretudo nos países com economias mais débeis (periferia). Ignoraram-se as bandeiras vermelhas do perigo de agrupar dois conjuntos de países muito distintos a nível de desenvolvimento económico, progresso técnico e industrial, e até social, cultural (centro vs periferia), de forma rápida sem tomar conta do relevo das suas debilidades, apontando para um possível – e, no pensamento do autor, inevitável – colapso.

Surgem, então, questões como «para onde vais, UEM?» e, sobretudo, «como chegaste aqui?», questões às quais se espera que possamos dar uma resposta após o desenvolvimento deste Trabalho de Projeto.

Nesse sentido, incluindo esta introdução, o Trabalho de Projeto encontra-se estruturado em seis secções. Na secção 2, começamos por apresentar, sob o ponto de vista da teoria económica, os princípios fundamentais para a existência de uma Zona Monetária Ótima. Na secção 3, discute-se “os dois lados da moeda”, ou seja, apresentam-se as principais conclusões do debate que se seguiu ao reforço do processo de integração monetária, nomeadamente, sobre as consequências da criação da moeda única europeia. Na secção 4, procede-se à verificação empírica dos critérios para que uma união monetária possa ser considerada uma Zona Monetária Ótima. Tal análise é realizada para o caso da União Económica e Monetária Europeia. Na secção 5, faz-se uma reflexão sobre os caminhos que a UEM pode tomar, tendo em conta os testes realizados na secção anterior, e a conjuntura atual. Finalmente, na secção 6, apresentam-se as principais conclusões deste Trabalho de Projeto.

II. Zonas Monetárias Ótimas

Uma Zona Monetária Ótima pode definir-se por bloco económico edificado por um grupo de países ou regiões, onde circula uma moeda única, sendo o seu principal objetivo a maximização da eficiência dessa zona económica.

A Teoria das ZMO surge com Mundell (1961), que percorre as características ótimas de fundir moedas ou da criação de uma nova moeda, num determinado espaço geográfico, tendo como objetivo perceber como os seus membros podem beneficiar do abandono da sua moeda nacional adotando, assim, uma única moeda comum, e em que condições o poderão realizar. O autor define, então, a ZMO como um espaço dentro do qual o ajustamento ótimo entre economias se efetua através de taxas de câmbio fixas, enquanto nas relações com o exterior, se realiza com taxas de câmbio variáveis.

Tendo por base uma abordagem teórica, identifiquemos e analisemos, então, seguidamente as principais premissas associadas ao funcionamento de uma ZMO.

Para Mundell (1961), há otimalidade quando se verifica mobilidade dos fatores de produção – capital e trabalho –, tornando-se esta a primeira característica de uma ZMO: elevada mobilidade interna dos fatores de produção, uma vez que, desta forma, é provável que haja menos necessidade de alteração dos preços reais dos fatores de produção (Petreski, 2007: 3). Tendo em conta a teoria de Mundell (1961), uma pessoa desempregada deve sair do país onde reside, procurando oportunidades de emprego noutra Estado-Membro da mesma área monetária. Desta forma, o desemprego não aumentará nesta área monetária. Deve, pois, observar-se uma elevada mobilidade do fator trabalho a nível interno, para que se atinja o pleno emprego nos países que constituem a ZMO. Assim, essa elevada mobilidade possibilitará um melhor ajustamento entre os países perante um eventual choque ou crise.

Esta premissa leva-nos a Friedman (1953), que admite que uma ZMO deve ser caracterizada pela existência de flexibilidade dos salários, colocando ênfase na flexibilidade do mercado de trabalho e na forma como os Estados lidam com os contratos laborais e os seus trabalhadores.

Por sua vez, Mckinnon (1963) acrescenta às ideias de Robert Mundell a importância do grau de abertura económica como critério de otimalidade, medindo-o através da relação com os bens exportáveis e não exportáveis, isto é, medindo-o através do rácio entre exportações e importações relativamente ao PIB, sendo que a eficiência de uma economia no mercado internacional, será tanto maior, quanto maior for este rácio (Azoia, Bação e

Duarte, 2020). Mckinnon (1963) acrescenta ainda que uma economia mais aberta, terá mais facilidade na relação com o exterior num cenário de regime de câmbios flexível, sustentando o peso de uma instabilidade de preços internos – já que quanto maior for o nível de abertura económica, mais rapidamente os preços internacionais se ajustam à esfera monetária nacional. Assim, a taxa de câmbio tornar-se-ia menos decisiva no processo de ajustamento, explicando-se assim a razão de ser das taxas de câmbio irrevogavelmente fixas na Zona Euro e a consequente perda de autonomia por parte dos Estados-Membros na condução da sua política cambial.

Em 1969, Peter Kenen deu também o seu contributo para a designada teoria das ZMO, mostrando que as especializações dos países os torna vulneráveis e desprotegidos perante choques assimétricos, pelo que de modo a ultrapassar esta fragilidade, Kenen (1969) acrescenta aos critérios já existentes para uma ZMO, o grau de diversificação da produção como critério adicional de otimalidade. Numa economia diversificada e exportadora de vários produtos, a gravidade dos eventuais choques externos, será inferior, logo, as consequências das medidas de ajustamento serão menos intensas. Assim, esta diversificação da produção atua como uma “esponja”, absorvendo os choques. Por exemplo, numa economia diversificada, quando a procura de um produto se reduz, o impacto negativo dessa redução em termos de emprego seria menor comparativamente a uma economia pouco diversificada. Com isto, pode-se, “com vantagem, adotar um sistema de câmbios fixos (...) em contrapartida, uma economia pouco diversificada terá interesse em adotar um regime de câmbios flexíveis (...) tornando-se [isso] num instrumento indispensável de ajustamento” (Mendonça, 1995: 9-10).

É também importante relevar a sincronização dos ciclos económicos, embora este não seja um critério suficiente, uma vez que mesmo com ciclos perfeitamente harmoniosos, uma política monetária única pode não ser conveniente e adequada para todo o conjunto de países. Ainda assim, a existência de ciclos económicos semelhantes entre os vários Estados-Membros de uma zona monetária não deixa de ser importante. Com efeito, “se os ciclos económicos se encontrarem sincronizados, a assimetria (dos efeitos) dos choques tende a ser menos evidente, facilitando, por isso, a tarefa de os combater por via de uma política monetária única. Em suma, aceita-se que países com ciclos económicos mais sincronizados estão em melhores condições de formar uma união monetária dado que, sendo menos sensíveis a (efeitos de) choques assimétricos, permitem que o custo associado à perda da política monetária seja menor” (Caleiro, 2011: 3).

Ingram (1962) alertou igualmente para a pertinência da integração financeira, alertando para o facto de que os futuros membros a aderir a uma moeda única não podem fazer uso das suas políticas monetárias e cambiais nacionais, uma vez que estas passam a ser controladas a nível comum - supranacional.

Neste contexto, pode então dizer-se que a saúde das finanças públicas dos países que integram a UEM se evidencia no Tratado de Maastricht (Tratado da UE), através dos designados “critérios de convergência” necessários para aderir à Zona Euro, que definem que a relação entre o défice orçamental e o PIB não deve exceder os 3% e a relação entre a dívida pública e o PIB não deve exceder os 60%. A integração financeira alia-se assim à integração política entre os EM, auxiliando esta nomeadamente em períodos de instabilidade ou de recessão económica.

Por seu turno, Kenen (1969) referiu, ainda, a importância da integração fiscal numa ZMO, considerando-a um importante mecanismo para a realização de transferências financeiras para os EM de uma união monetária, dado que numa ZMO essas transferências compensatórias tendem a reequilibrar as balanças de pagamentos internas. As ZMO deveriam ser zonas financeiras integradas e quanto maior fosse essa integração, mais fácil seria financiar os seus possíveis défices, sem fortes pressões sobre a taxa de câmbio e/ou taxas de juro. Porém, a realidade tem-nos mostrado que, infelizmente, “este mecanismo não é facilmente implementado, sendo que a cooperação entre EM é limitada” (Andrade e Duarte, 2016). Ainda assim, o atual contexto de pandemia Covid-19 tem colocado em evidência a existência de uma maior sensibilização para esta realidade e para a necessidade de cooperação e solidariedade entre os vários EM, no caso em concreto, não apenas ao nível do desenvolvimento e distribuição de novas vacinas, mas também na estratégia de resiliência e de combate à crise económica que inevitavelmente já está e que, por certo, continuará a fazer-se sentir. Referimo-nos aqui, em particular, à tão falada “Bazuca Financeira”.

Neste contexto, realçamos que ao longo do tempo, com as vicissitudes associadas à evolução do Sistema Monetário Europeu (SME), da União Europeia (UE), e do Sistema Monetário Internacional (SMI), em particular na sequência do surgimento de crises financeiras, económicas e de dívida soberana, foram realizadas várias reformas no processo de construção Europeia e da própria UEM, as quais consistiram no reforço do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)¹, através do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança (2013), em que se adotou o “6 pack”, que reforçou a supervisão

¹ O PEC é destinado à coordenação das políticas fiscais de forma interestatal, e os EM devem informar a CE sobre o seu plano económico bem como a metodologia para o atingir.

macroeconómica dos membros da UE, e o “2 pack”, que antecipou a monitorização e coordenação extra na Zona Euro, e na criação do designado Semestre Europeu, que reconhece e quer corrigir os desequilíbrios macroeconómicos entre os EM e supervisiona a condução da política orçamental. Esta reforma assentou, ainda, na necessidade de criação de uma união bancária integrada, especialmente após a crise financeira de 2007-08, que deveria ser responsável pelo controlo, resolução e financiamento ao nível da União, ao mesmo tempo que deveria ter a responsabilidade de garantir que os bancos da ZE obedecessem às normas comuns, comportando riscos e custos mínimos para os contribuintes, e assumir eventuais perdas que pudessem ocorrer. Além disso, e fazendo um salto para a atualidade, a integração fiscal no seio da UEM não tem sido fácil de alcançar, tendo ficado aquém da integração financeira, o que pode ser explicado pelo facto da política fiscal ser fundamental para a soberania nacional, independentemente de a UE ter alguns poderes fiscais. Exemplo dessa soberania que compete ao discernimento de cada EM, é o nível de Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) a aplicar, não obstante a distribuição de um mesmo orçamento comunitário. Impõe-se, assim, a necessidade de desenvolver a parte fiscal da união monetária, para que esta possa ser uma zona monetária ótima eficaz, confiável e sustentável a longo prazo.

Por fim, os países candidatos a integrar uma união monetária devem partilhar os mesmos objetivos-chave, tornando-se imprescindível a procura pela convergência da estabilidade interna (aceitando, por exemplo, compromisso idêntico entre desemprego e inflação). A solidariedade aparece aqui como critério comum, podendo ser assegurado pelos Fundos Europeus distribuídos pelos EM, onde se espera que “os mais poderosos e ricos” possam receber menos ajudas e transferências financeiras da UE e, em contrapartida, os países “mais frágeis e pobres” possam garantir uma maior fatia dessas ajudas e transferências de fundos.

Para que um grupo de países possa adotar uma moeda única no quadro de uma união económica e monetária é, então, essencial a existência de um compromisso entre integração política e económica, sendo que para tal é também necessária a presença de uma harmonia no triângulo política-economia-instituições, à semelhança do que foi previsto, em 1957, no âmbito do Tratado de Roma e do processo de construção Europeia que se seguiu tendo em vista a criação da UEM. Neste contexto, a verificação das referidas propriedades/critérios de otimalidade poderão justificar o surgimento de uma Zona Monetária Ótima.

Impõe-se pois, agora, responder à seguinte questão: será a União Económica e Monetária uma Zona Monetária Ótima?

III. Os dois lados da moeda

A conceção e instauração de uma moeda única na Europa ativou o debate sobre as consequências da integração monetária. De acordo com Caetano e Sousa (2019), de um lado estavam os mais crentes nas vantagens da adoção da moeda única, ou seja, aqueles que defendiam a endogeneidade da integração monetária, esperançosos na promoção da convergência real perante o processo de integração que lhe estaria subjacente, eliminando os choques particulares e, assim, tornando os mecanismos de ajustamento nacionais insignificantes. Traduzia-se isto na crença de que a união de Estados numa moeda iria, por sua vez, desencadear vários estágios de integração – não só monetária, como económica, política e social.

Do outro lado, estavam os mais cautelosos, e até pessimistas, relativamente a este processo, os que antecipavam um maior desvio entre esqueletos económicos, adiando uma inevitável maior especialização das economias dos EM (Caetano e Sousa, 2019: 62) – já que o comércio seria incrementado (assim como toda a circulação de capitais, bens, serviços, pessoas) forçando as indústrias a focarem-se num domínio, singularizando-se. Estes críticos advertiam para a verificação obrigatória de requisitos, sem os quais a otimalidade que tem de existir perante a teoria das ZMO, jamais se encontraria. Assim, a verificarem-se o conjunto de critérios anteriormente expostos, ver-se-ia reduzida a possibilidade de choques assimétricos e garantir-se-ia a existência de mecanismos de ajustamento quando estes acontecessem.

III.1. Um ato de fé

A vontade política sobrepôs-se à racionalidade económica, e Frankel e Rose (1998) justificam esta opção através da hipótese da endogeneidade das características das ZMO, isto é, características internas, sem relação com o exterior, afirmando que os pressupostos que constituem uma ZMO não são estáticos, desenvolvendo-se no sentido pretendido em função da própria dinâmica do processo de integração.

Neste contexto, Frankel e Rose (1998) defendem que o incremento das trocas comerciais entre membros da UEM iria fortalecer as suas propriedades de ZMO, não havendo, por isso, motivo de preparação *ex ante*. “A moeda única parecia, pois, a solução. Apesar da perda de autonomia monetária, que em rigor, já não existia no quadro do SME

[tendo em conta a força do marco alemão], ganhava-se a estabilidade cambial da moeda única: as vantagens sobrepunham-se aos inconvenientes, e quanto à desejada convergência, viria ela por acréscimo. Mas não veio...” (Silva, 2017: 124).

III.2. A realidade

Do lado dos pessimistas, previa-se a especialização das economias e o aprofundamento das divergências entre países – que já eram efetivamente diferentes entre si – tornando-as inadequadas para a partilha de uma moeda única e de uma política monetária e cambial centralizada.

A este respeito, refira-se Amaral (2010: 93-95), o qual não encontrou condições de otimalidade à data da fundação do Euro, e não crê que essas existam futuramente, considerando, por isso, que a moeda única europeia não devia ter sido introduzida, nomeadamente em Portugal. Na visão do autor, a Europa Comunitária previa nos Tratados (Tratado de Roma e Tratado de Maastricht/TFUE) a total liberdade de circulação de fatores produtivos – trabalho e capital – porém, apenas existe, na prática, a nível do capital, uma vez que as pessoas priorizam o emprego no seu país, despromovendo a perfeita mobilidade do trabalho. Os Governos, por sua vez, tentam também seguir políticas de incentivo ao emprego, de modo a fixar os seus nacionais, evitando a emigração e, conseqüentemente, a desertificação dos seus territórios. O salário respeitante ao preço dos fatores de produção não encontra a plena flexibilidade, primeira condição necessária para a existência de uma ZMO.

De acordo com Amaral (2010), não existia nem antes nem agora, um orçamento da UE suficiente, que possibilite a estabilização das economias dos Estados-Membros perante eventuais choques assimétricos. Atualmente, o orçamento da União Europeia representa apenas cerca de 2% do PIB, quando os orçamentos nacionais atingem, tradicionalmente, um valor próximo dos 40% a 50% do PIB – impedindo, desta forma, a utilização das finanças europeias para estabilização das economias que possam sofrer choques económicos assimétricos. Neste sentido, a segunda condição para que uma união monetária possa funcionar como uma ZMO também não se verifica.

Além disso, a conjuntura histórica e cultural dos países do Velho Continente é muito distinta, assim como as diferenças entre níveis de produtividade e rendimento entre os

mesmos, não se atingindo, conseqüentemente, uma homogeneidade mínima necessária numa ZMO. Este autor demonstra, então, que uma moeda única europeia não se justifica no plano económico, dado que nenhuma das três premissas fundamentais para que tal aconteça se verificam na realidade.

Porém, o processo de integração europeu sempre se regeu, principalmente, pelas prescrições políticas, negligenciando a natureza económica que lhe estaria inevitavelmente subjacente (muitas vezes inconveniente!). Sob este prisma, evoluiu-se para a UEM, evitando a teoria das ZMO que concluía que vários membros da UE não preenchiam os requisitos necessários para o projeto em curso.

Assim, a moeda única europeia, o Euro, foi introduzida com sucesso, e a 1 de janeiro de 1999, fixaram-se as taxas de câmbio – irrevogavelmente fixas – em Euros, das onze moedas dos países fundadores da UEM (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal), tendo um ano mais tarde as moedas e notas de euro entrado em circulação.

Uma área monetária europeia é então criada, tornando-se o Euro um símbolo de união e aprofundamento da UE, marcando o seu percurso e o seu futuro. “À parte de indicar um laço nacional e regional, uma moeda única é também útil porque permite e estimula atividades reais, comerciais e financeiras, reduzindo os custos de transação. Quanto maior aceitação tiver a moeda, mais útil essa será. Nesse sentido, num continente (...) como a Europa, é expectável o benefício da existência da mesma moeda aceite em qualquer parte da região, e que permite o comércio global sem incorrer em custos de transação.” (Andrade e Duarte, 2015: 8).

Posto isto, sob a justificação de que o avanço da UEM se deveu à endogeneidade das ZMO, onde tanto esse avanço como a endogeneidade ocorreriam de forma natural, pois seria intrínseco ao decurso da integração monetária (Frankel e Rose, 1998), atingimos uma União Económica e Monetária imperfeita que não é uma verdadeira Zona Monetária Ótima.

Na secção seguinte, vamos precisamente examinar, sob o ponto de vista empírico, a veracidade ou não desta última conclusão.

IV. Análise empírica dos critérios de ZMO no contexto da UEM

Nesta secção é nosso objetivo testar empiricamente para o caso concreto da União Económica e Monetária europeia os oito grandes critérios fundamentais para que uma união monetária possa ser considerada uma Zona Monetária Ótima. Tendo em consideração a disponibilidade de dados para cada uma das variáveis que integram os critérios a analisar, importa referir que o período de estudo para os 11 países fundadores da Zona Euro (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Portugal, 1999), e mais tarde (2001) a Grécia, nem sempre foi o mesmo, sendo este determinado pela disponibilidade de dados existente.

Os dados utilizados foram retirados da base de dados da AMECO², das estatísticas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e do Banco Mundial de Dados. Para alguns dos critérios em análise, dadas as restrições temporais com que fomos confrontados para a realização deste Trabalho de Projeto, optámos por recuperar os resultados empíricos obtidos por Azoia, Bação e Duarte (2020), os quais consideramos serem muito representativos e em sintonia com os resultados prévios por nós encontrados.

Iremos, então, testar, interpretar e discutir os oito grandes critérios para que uma união monetária possa ser considerada uma ZMO: i) mobilidade da força de trabalho, ii) flexibilidade do mercado de trabalho; iii) grau de abertura económica ao exterior; iv) grau de diversificação da produção; v) taxas de inflação similares; vi) sincronização dos ciclos económicos; vii) mobilidade do capital e viii) solidariedade.

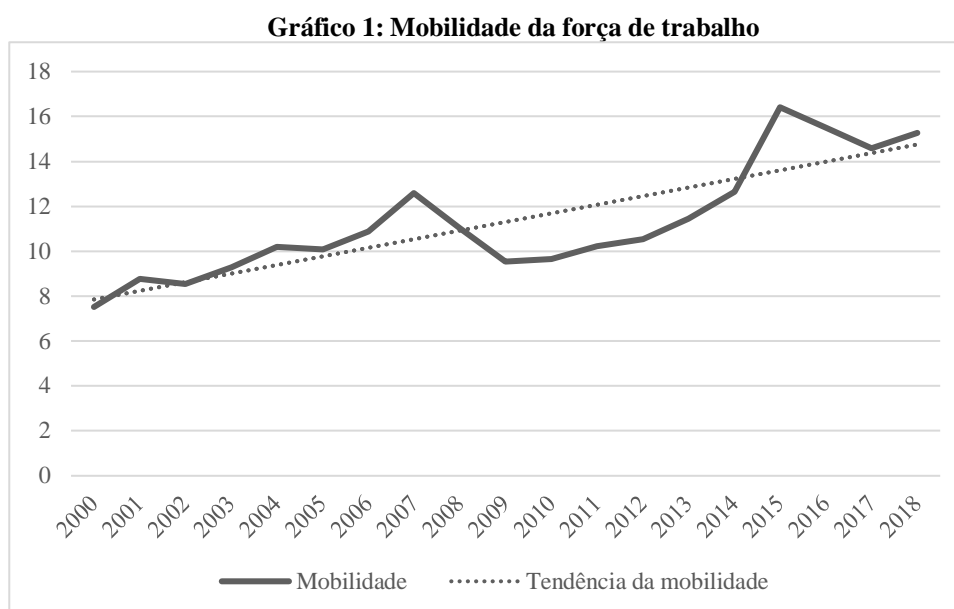
² AMECO é a base de dados macroeconómica anual da Direcção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros da Comissão Europeia.

i. Mobilidade da força de trabalho

Este critério é estudado através da seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Imigração nos 12 países da Zona Euro}}{\text{População em idade ativa (15 – 64 anos)}}$$

O gráfico 1 ilustra a mobilidade da força de trabalho nos 12 países da Zona Euro, no período de 2000 a 2018.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados da AMECO.

Conforme se pode observar, podemos admitir que no período objeto de análise (2000 a 2018), a mobilidade da força de trabalho na Zona Euro aumentou ao longo do tempo, como é evidente pela reta de tendência positiva, ainda que esta mobilidade tenha registado um comportamento um pouco irregular, nomeadamente no período correspondente à recente crise económica e financeira pela qual a Europa passou, o que não deixa de ser um resultado algo surpreendente e, de alguma forma, contrário, à perceção geral que tivemos sobre o funcionamento do mercado de trabalho, nomeadamente no caso de Portugal. Não podemos, porém, esquecer que este resultado é para o conjunto dos destes doze países da Zona Euro em análise e não apenas para um único país tomado individualmente.

De forma mais particular, destaca-se o valor máximo registado em 2015, e um declínio em 2007 que se prolongou até aproximadamente 2011, podendo ser facilmente explicado pela grave crise económica e financeira que atingiu a Europa em 2007-08, e que acabou por contagiar as esferas política e social. Seria de esperar que o aumento do desemprego então verificado nos países da periferia europeia durante esse período de crise tivesse levado (como que numa espécie de «movimento de engrenagem e resposta») a um aumento da mobilidade da população em idade ativa para outros Estados-Membros menos atingidos pela crise, onde as taxas de desemprego (emprego) se apresentaram mais baixas (altas). Porém, contrariamente ao que seria de esperar, os resultados obtidos e ilustrados no gráfico acima, demonstram que houve uma diminuição significativa da mobilidade da força de trabalho no seio da Zona Euro durante esses mesmos anos. Verifica-se assim neste subperíodo uma relação contrária ao preconizado no quadro da teoria das ZMO. Face a uma crise tão profunda, tudo parece indicar para que a população tivesse preferido não arriscar uma mudança (iniciar um processo migratório para responder à situação de crise e de desemprego), com tudo o que essa mudança acarretar inexoravelmente – questões linguísticas, culturais, pessoais –, tendo antes preferido permanecer no seu país de origem, mesmo em situação de desemprego.

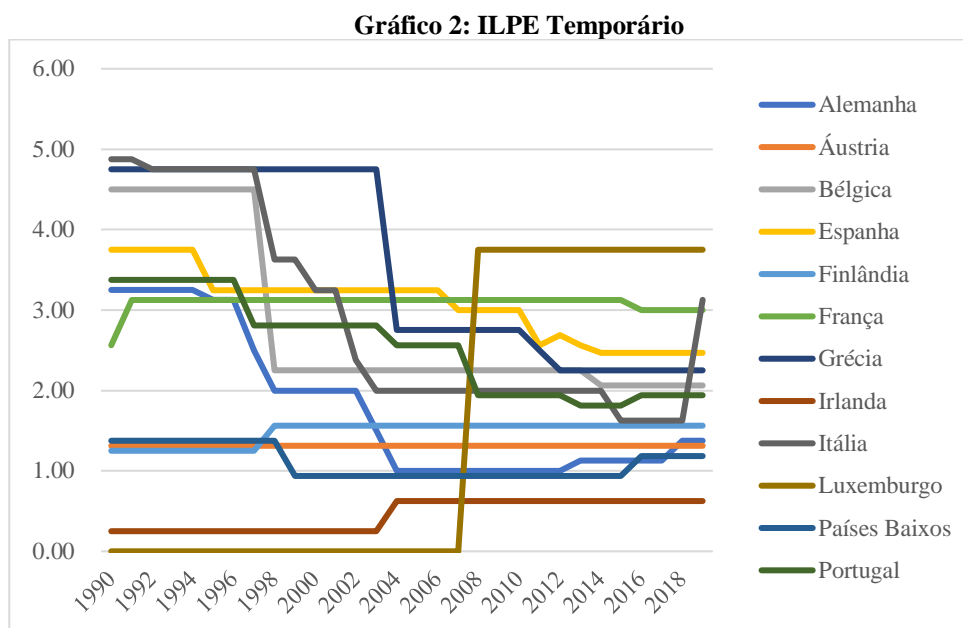
Por sua vez, o pico observado em 2015 (valor de 16,412) pode dever-se à crise de migrantes, que se instalaram em países do centro, vindos da periferia ou de outros países exteriores à própria UE. Todavia, esta mobilidade não parece ter tido efeitos positivos sob o ponto de vista da eficiência da utilização de recursos no mercado de trabalho, uma vez que muitos desses migrantes são altamente qualificados e, ainda assim, viram-se obrigados a trabalhar em ambientes menos qualificados ou indiferenciados, perdendo-se assim capital humano que poderia ter sido utilizado de forma mais produtiva e eficiente, tanto para os Estados como para as pessoas. Não obstante esta realidade, o valor máximo observado na mobilidade da força de trabalho em 2015 parece ser revelador da crescente mobilidade de serviços e pessoas no seio do espaço europeu, tão almejada na sequência da construção do Mercado Único.

Neste contexto, apesar das oscilações naturais inerentes ao funcionamento do mercado de trabalho da Zona Euro, pode dizer-se que este primeiro critério para que uma união monetária possa ser considerada uma ZMO é, de alguma forma, verificado no contexto da UEM europeia. Vejamos agora se este mesmo mercado de trabalho funcionou de forma flexível.

ii. Flexibilidade do mercado de trabalho

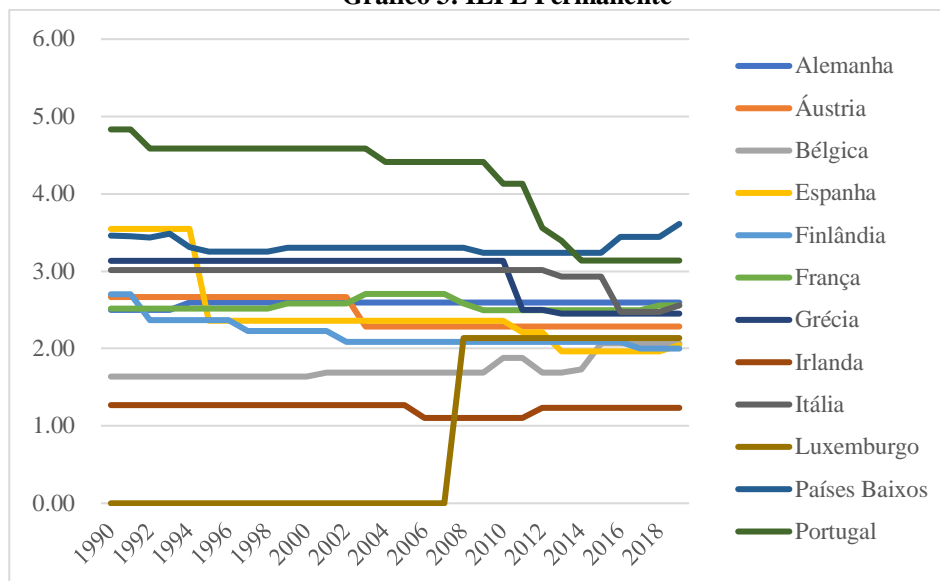
Analisamos este indicador através do Índice de Legislação de Proteção ao Emprego (ILPE), designadamente a partir do índice de proteção de empregos temporários (ILPE Temporário) e do índice de proteção contra despedimentos individuais em contratos coletivos permanentes de trabalho (ILPE Permanente). O ILPE pode variar entre 0 e 6, sendo que valores mais próximos de 6 sugerem que o mercado de trabalho funciona através de normas mais rígidas e inflexíveis em termos de contratos laborais.

Documenta-se no gráfico 2 e 3, respetivamente, os resultados obtidos para o ILPE Temporário e para o ILPE Permanente, no período compreendido entre 1990 e 2019 (representados de 2 em 2 anos no eixo das abcissas).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados das estatísticas da OCDE.

Gráfico 3: ILPE Permanente



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados das estatísticas da OCDE.

Os gráficos anteriores permitem ver que, com algumas exceções, nomeadamente, do Luxemburgo, a evolução da flexibilidade no mercado de trabalho, tanto nos contratos temporários, como nos contratos permanentes, tem vindo a reduzir-se, embora permaneça na maioria dos países relativamente alta.

No que diz respeito ao emprego temporário, países mais protetores dos empregados, como a Bélgica, Grécia e Itália, têm-se tornado mais flexíveis, passando de um ILPE de 4,50; 4,75 e 4,88, em 1990, para 2,06; 2,25 e 3,13, em 2018, respetivamente. Significa isto que o mercado de trabalho temporário destes países se tornou mais elástico e menos protecionista do contrato do trabalhador, permitindo mudanças relativamente mais fáceis no seu funcionamento.

Por sua vez, no que toca aos contratos permanentes, países como a Espanha e Portugal eram, em 1990, muito protetores, com um ILPE, respetivamente, de 3,55 e 4,83, sendo Portugal o país com maior nível de proteção. Contudo, ao longo do tempo, foram reduzindo essa rigidez, passando a ter ILPE Permanente de 1,96 e 3,14, respetivamente. Note-se que Portugal, ainda assim, continua a ter um mercado de trabalho de contratos permanentes relativamente rígido, o que naturalmente se traduz numa dificuldade acrescida de despedimento de trabalhadores e, conseqüentemente, em maiores dificuldades de ajustamento no mercado de trabalho por esta via. Esta situação pode em parte explicar a razão de ser da prática frequente de baixos salários em muitos setores de atividade em Portugal, estratégia alternativa muitas vezes adotada para proceder a ajustamentos no

mercado de trabalho em resposta a perdas de competitividade e a choques negativos internos e externos, nomeadamente do lado da procura de bens e serviços.

Neste contexto, pode então dizer-se que o critério da flexibilidade do mercado de trabalho não é suficientemente cumprido na generalidade dos países da Zona Euro para que se possa concluir que a UEM pode ser considerada uma ZMO.

iii. Grau de abertura económica ao exterior

Este indicador permite avaliar a importância do comércio externo face à economia de um país, podendo ser determinado a partir da fórmula seguinte:

$$GAEE = \frac{Importações + Exportações}{PIB}$$

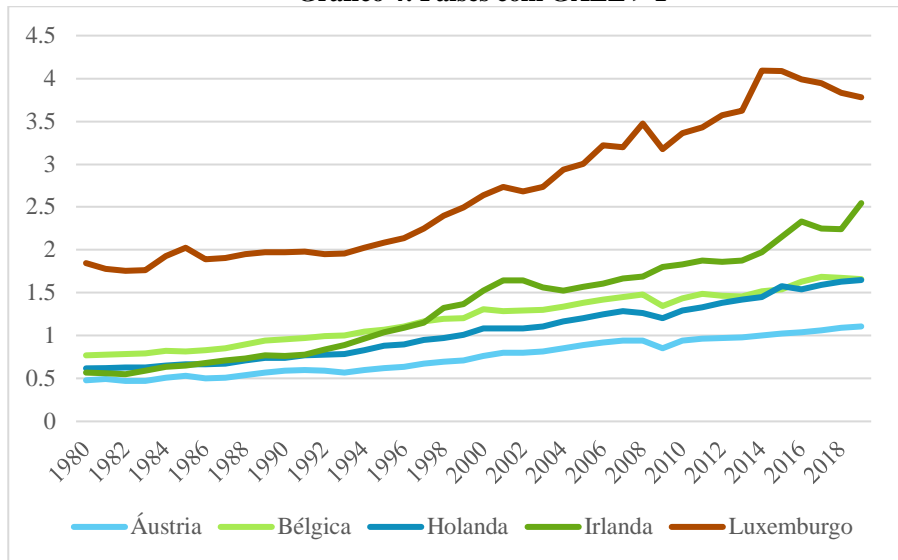
O grau de abertura económica ao exterior reflete, assim, o peso do comércio internacional relativamente ao valor da produção realizada pelo país. Neste contexto, quanto mais elevado for o nível de abertura económica ao exterior, maior será a sensibilidade da economia doméstica a flutuações na economia estrangeira, ou seja, a flutuações no mercado internacional (Azoia, Bação e Duarte, 2020). Ainda assim, de acordo com Mckinnon (1963), quanto maior for o grau de abertura económica de um Estado-Membro e da união monetária, menor será a perda de estabilidade da economia que eventualmente possa advir da integração económica e das relações comerciais.

Após o cálculo deste indicador para o conjunto de países objeto de estudo, perante a disparidade de valores obtidos, optamos por fazer uma divisão dos resultados em dois gráficos:

- Num primeiro gráfico (Gráfico 4), considerámos os países com maior grau de abertura, isto é, com um grau de abertura económica ao exterior superior a 1, dos quais se destaca o Luxemburgo, muito devido ao seu tamanho reduzido e localização geográfica (Benelux), com um valor de 3,776 em 2019, exportando e importando de forma crescente com os restantes EM da UEM, e a Irlanda e a Bélgica, que surgem logo a seguir, com um grau de

abertura elevado e também crescente ao longo do período analisado (entre 1980 e 2019, representados no eixo das abcissas de 2 em 2 anos).

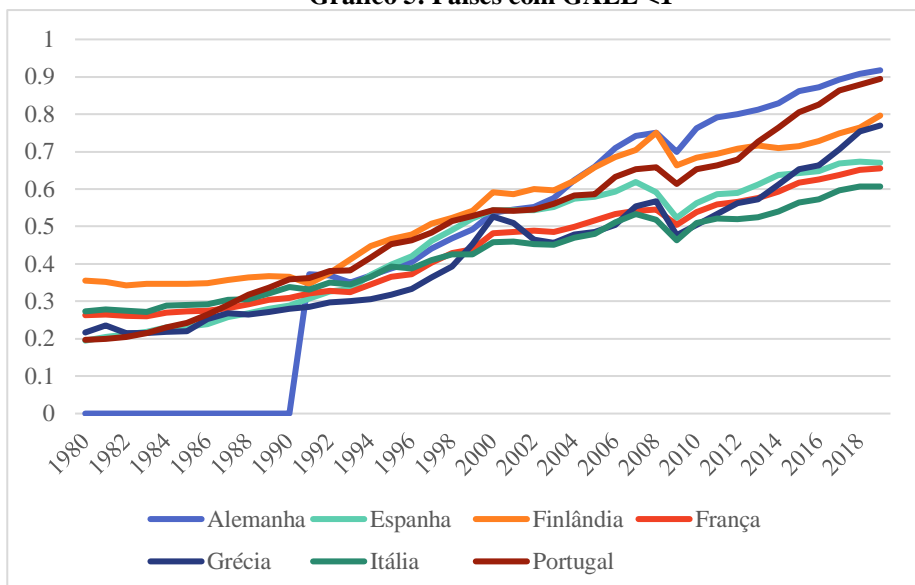
Gráfico 4: Países com GAEE > 1



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados da AMECO.

- Num segundo gráfico (Gráfico 5), considerámos o grupo de países com menor grau de abertura, ou seja, inferior ao valor 1. Aqui sobressai a Itália, com um grau de abertura económica ao exterior muito baixo (0,606, em 2019), precedido da França e da Espanha, com um grau de abertura nesse mesmo ano de 0,655 e 0,67061, respetivamente.

Gráfico 5: Países com GAEE <1



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados da AMECO.

Não obstante estes últimos valores, em termos gerais, poder-se-á dizer que o grau de abertura económica entre os diferentes Estados-Membros da UEM tem evoluído positivamente ao longo dos últimos anos, sobretudo desde a crise de 2007-08. Nesse sentido, esta crise terá sido até de alguma forma “positiva” para o cumprimento deste critério de ZMO, uma vez que contribuiu para incrementar o comércio intracomunitário.

Em conclusão, tudo parece indicar que este terceiro critério esteja a ser respeitado no quadro do funcionamento da UEM.

iv. Grau de diversificação da produção

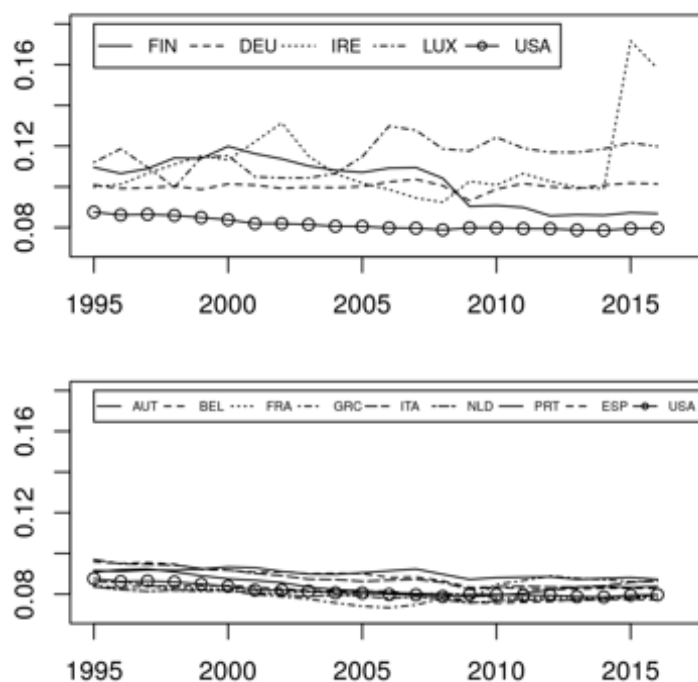
Este critério, salientado por Kenen (1969), pode ser analisado através do designado Índice de Herfindahl (H), que nos permite determinar o grau de diversificação da produção, isto é, o relevo de cada setor de atividade na produção total (valor bruto) de cada país em análise. O índice varia entre 0 e 1, sendo que quanto mais próximo de 0, mais diversificada será a produção. Os valores podem ser obtidos a partir da seguinte fórmula de cálculo:

$$H = \sum_{i=1}^N q_i^2,$$

onde q_i representa o grau de diversificação do país, i indica a produção de mercado e N o número de países.

Azoia, Bação e Duarte (2020) calcularam, a partir deste indicador, o grau de diversificação da produção para alguns países da Zona Euro. Apresenta-se no Gráfico 6 os resultados obtidos pelos autores por comparação com o grau de diversificação da produção nos Estados Unidos da América (EUA) para o período de 1995 a 2016.

Gráfico 6: Grau de diversificação da produção



Fonte: Azoia, Bação e Duarte (2020).

Tendo por base o painel de baixo, pode então dizer-se que os países da Zona Euro possuem um índice de diversificação da produção semelhante ao dos EUA. A exceção encontra-se na Alemanha, Finlândia, Irlanda e Luxemburgo que têm níveis de diversificação da produção consideravelmente mais baixos que os EUA. Trata-se efetivamente de economias mais especializadas. A Alemanha, por exemplo, especializou-se sobretudo na indústria automóvel e a Irlanda nos serviços bancários e financeiros. Por outro lado, a Finlândia é muito especializada nos serviços de abastecimento e o Luxemburgo nos serviços financeiros e de seguros (Azoia, Bação e Duarte, 2020).

Quando a diversificação é baixa, existe maior probabilidade de um choque muito específico ter um impacto muito relevante na economia do país. Por outro lado, se a produção do país for diversificada, o país terá maior capacidade de ajustamento e de resposta face a eventuais choques negativos que possam atingir um determinado setor de atividade, mitigando assim o efeito desse choque sobre a economia no seu todo.

Atentando o Gráfico 6 é ainda possível constatar que não obstante o grau de diversificação da produção de vários Estados-Membros da Zona Euro ser aproximado do grau de diversificação da produção dos EUA, a verdade é que muitos dos países da ZE apresentam um reduzido grau de diversificação, ou seja, tendem a ser economias muito especializadas. Deste modo, este critério não é de respeitado

v. Taxas de inflação similares

Procedemos à análise deste critério através do cálculo do desvio padrão da componente cíclica do deflator do PIB (rácio do PIB nominal pelo PIB real), entre 1980 e 2019, nos 12 países em estudo. Começamos por determinar o deflator do PIB, entendido como uma medida da taxa de inflação. Em seguida, procedemos ao cálculo da componente cíclica do deflator do PIB usando para o efeito o filtro de Hodrick-Prescott (1997), com um coeficiente de alisamento (forma de alisar a tendência da série) de $\lambda = 100$. Finalmente, determinámos o desvio padrão da componente cíclica do deflator do PIB, considerando o seu valor como uma medida aproximada do conceito de flexibilidade dos preços.

Quanto mais alto for o valor do desvio padrão da componente cíclica do deflator do PIB, mais volátil será a taxa de inflação do país no período em análise, ou seja, maior a flexibilidade de preços nesse país. Os resultados obtidos para o conjunto dos 12 países objeto de estudo encontram-se documentados na Tabela 1.

Tabela 1: Desvio padrão da componente cíclica do deflator do PIB

Países	$\lambda=100$
Áustria	0,64674
Alemanha	0,93454
Bélgica	0,67351
Espanha	1,2666
Finlândia	0,94772
França	0,98702
Grécia	1,9717
Holanda	1,0415
Irlanda	2,5555
Itália	0,62525
Luxemburgo	1,3956
Portugal	1,1056

Fonte: 1 Elaboração própria a partir de dados retirados da AMECO.

Analisando a Tabela 1, percebemos que Espanha, Grécia, Irlanda, Luxemburgo e Portugal são países muito voláteis no que diz respeito à dinâmica dos seus preços. Contrastam assim com países como a Áustria, a Bélgica e a Itália que evidenciam uma reduzida volatilidade e alguma similaridade de valores nas suas taxas de inflação, sugerindo deste modo uma maior convergência entre as respetivas taxas de inflação.

Neste contexto, somos levados a concluir que os países da dita periferia europeia, durante o período em análise, conheceram uma variação mais acentuada nas suas taxas de inflação, evidenciando níveis de flexibilidade dos preços relativamente significativos e consideravelmente distantes dos observados num segundo grupo de países, onde a volatilidade dos preços foi relativamente mais baixa. Sendo assim, pode dizer-se que este critério de taxas de inflação similares entre países que integram a mesma união monetária não é totalmente observado no conjunto dos 12 países da Zona Euro, pelo que também neste caso, a UEM não parece preencher os requisitos para ser considerada uma ZMO.

vi. Sincronização dos ciclos económicos

A sincronização dos ciclos económicos pode medir-se através do cálculo dos coeficientes de correlação entre as componentes cíclicas do PIB real de cada um dos 12 países objeto de estudo. À semelhança do critério anterior, também neste caso a análise foi desenvolvida para o período compreendido entre 1980 e 2019.

Quanto mais próximo do valor 1 for o coeficiente de correlação, maior sincronização entre os ciclos económicos haverá, podendo assim mais facilmente os países encontrar uma resposta comum através da prossecução de um conjunto de medidas de política económica no seio da união monetária, nomeadamente, para fazer face a choques assimétricos. Pelo contrário, se a referida sincronização não existir, tal tornará muito difícil a execução das referidas medidas, podendo estas produzir efeitos indesejáveis, ou seja, efeitos pro-cíclicos, o que em situação de crise ou receção tornar-se-á incomportável.

Apresentam-se na Tabela 2 os valores, para cada par de países, dos coeficientes de correlação das respetivas componentes cíclicas do produto real.

Tabela 2: Coeficiente de correlação entre a componente cíclica do PIB real

	BEL	DEU	IRL	GRC	ESP	FRA	ITA	LUX	NDL	AUT	PRT	FIN
BEL												
DEU	0,7276											
IRL	0,5291	0,3959										
GRC	0,5413	0,1666	0,6856									
ESP	0,7662	0,474	0,7632	0,8872								
FRA	0,9065	0,7591	0,5545	0,4987	0,7593							
ITA	0,8675	0,7254	0,6835	0,6553	0,8876	0,8773						
LUX	0,7995	0,6999	0,6574	0,5518	0,7433	0,7894	0,7728					
NDL	0,7845	0,7134	0,608	0,5996	0,7855	0,7691	0,8271	0,7347				
AUT	0,8257	0,7259	0,4729	0,5393	0,7254	0,8264	0,7717	0,7198	0,8276			
PRT	0,743	0,4914	0,6021	0,6209	0,8218	0,766	0,782	0,6847	0,8301	0,7285		
FIN	0,7178	0,6859	0,5285	0,5399	0,7142	0,7754	0,8127	0,5449	0,7363	0,6415	0,5419	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da AMECO.

Seria expectável que a sincronização dos ciclos económicos surgisse ao ritmo da evolução e aprofundamento da UEM. Porém, conforme se pode constatar pela análise dos valores da Tabela 2, tal não acontece exatamente assim entre todos os países. França, Alemanha, Luxemburgo, Áustria, Finlândia, Holanda e Bélgica encontram-se relativamente sincronizados entre si, com valores dos coeficientes de correlação próximos de 0,7. Embora a correlação não possa ser considerada forte, não deixa de ser relativamente alta. França e Bélgica são os países mais sincronizados, com um coeficiente de correlação de 0,9065. Este conjunto de países do centro encontra-se relativamente sincronizado em termos do seu ciclo económico, respeitando assim este requisito para que a UEM possa ser considerada uma ZMO. Porém, o mesmo já não acontece de forma tão evidente entre os designados países da periferia, como Portugal, Itália, Espanha, Irlanda e Grécia, que evidenciam coeficientes de correlação entre si e em relação aos países ditos do centro relativamente mais baixos.

Neste contexto, podemos também concluir que a UEM, no que à convergência dos ciclos económicos diz respeito, também não parece respeitar o critério de admissibilidade para que possa ser considerada uma ZMO.

vii. Mobilidade de capital

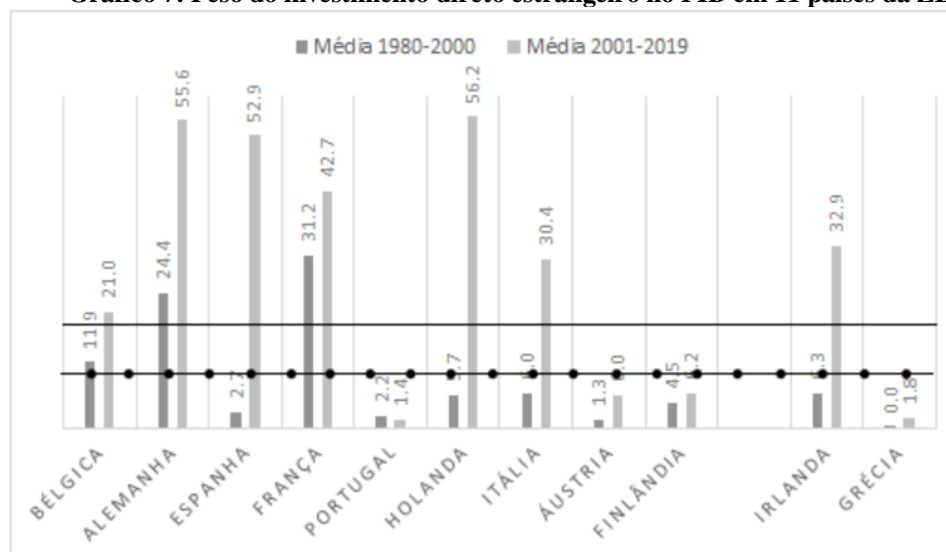
Para este critério quantifica-se a mobilidade de capital através do peso dos fluxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) no PIB, tal como realizado em Azoia, Bação e Duarte (2020), contudo, aqui dividimos os dados em dois períodos, 1980 a 2000 e 2001 a 2019, para o seguinte conjunto de países: Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Portugal, Holanda, Itália, Áustria e Finlândia. Para a Irlanda e Grécia, por inexistência de todos os dados, usámos os períodos de 1987 a 2002 e 2003 a 2019, para o mesmo efeito.

O IDE é um indicador macroeconómico que examina o nível de investimento estrangeiro de um país como resultado do investimento em inovação e tecnologia ou através do investimento no setor imobiliário e financeiro, sendo assim uma forma de quantificar a mobilidade internacional de capitais entre países. A sua fórmula de cálculo é a seguinte:

$$MC = \frac{\textit{Entrada de capital} + \textit{Saída de capital}}{\textit{PIB}}$$

Ilustra-se no Gráfico 7 os resultados obtidos para os períodos supramencionados, realçando que os dados se encontram em ordem de peso por percentagem de fluxos em termos do PIB. As linhas horizontais representam o valor médio para esses períodos (linha simples representa a média dos 9 países – 20,1; linha com pontos representa a média da Irlanda e Grécia – 10,3), para os 11 países da Zona Euro em análise. Retirámos o Luxemburgo por ser considerado um *outlier*.

Gráfico 7: Peso do investimento direto estrangeiro no PIB em 11 países da ZE



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Mundial de Dados. NOTA: para Irlanda e Grécia os dois períodos são 1987-2002 e 2003-2019, sendo que as barras mais escuras são o primeiro período e as mais claras são o segundo.

Conforme se pode observar, os países com maior mobilidade de capital são dois daqueles que fundam o Benelux, Bélgica e Holanda, e tal deve-se muito à sua proximidade geográfica, e natural elevada transação/mobilidade de capitais, serviços, bens, pessoas. Estes dois países desenvolveram, de facto, bastante a sua mobilidade de capital, sobretudo a Holanda, que passou de um valor de 5.7 para 56.2 (peso por percentagem dos fluxos no PIB), do primeiro período para o segundo, tornando-se no Estado com maior mobilidade de capital destes 11. Isto traduz-se, então, num forte investimento estrangeiro na Holanda e Bélgica, em termos do seu produto.

Excetuando Portugal, Grécia e Áustria, todos os outros países se encontram acima da média do conjunto, podendo-se assim admitir, na base destes resultados, que o critério da mobilidade do capital acabou por ser relativamente respeitado.

Isto demonstra, por outro lado, que a entrada de Portugal, Grécia e Áustria na Zona Euro, em 1999, não os beneficiou muito em termos de mobilidade de capital; sobretudo Portugal que, pelo contrário, viu-a diminuída. Este resultado do caso português é inesperado e surpreendente para nós, tendo em linha de conta o universo de resultados que obtivemos nesta investigação, com estes dados e estes períodos temporais; porém, atentado aos resultados de Azoia, Bação e Duarte (2020), este resultado para Portugal era já expectável, apresentando entre os dois períodos em análise uma perda de importância do IDE no PIB, acabando também por registar valores abaixo do valor médio.

Por sua vez, esperava-se que países do centro europeu, como a Itália e França, tivessem comportamentos mais relevantes e que vissem o seu fluxo de IDE em termos de PIB mais elevado, não obstante os valores de ambos os períodos da França se posicionarem acima da média, e os de Itália terem evoluído de 6 para cerca de 30, no segundo período de análise. A Alemanha demonstra, por seu turno, uma performance muito positiva também, estando desde o primeiro intervalo de tempo, acima da média.

No caso irlandês, o comportamento evolutivo que remete para uma explosão de IDE deveu-se à concentração de investimento Norte-Americano em I&D no país.

Concluimos, posto isto, que no segundo período os desempenhos dos vários países foram mais significativos e positivos (à parte de Portugal), onde viram os seus fluxos de IDE em termos de PIB mais elevados. Pode admitir-se que o critério de mobilidade de capital se reforçou no segundo período de análise (2001-2019 para o conjunto de 9 países, e 2003-2019 para Irlanda e Grécia). Com isto, podemos dizer que a UEM cumpre este critério colocando a maioria dos Estados analisados acima do nível médio (20.1), com exceção para o caso português.

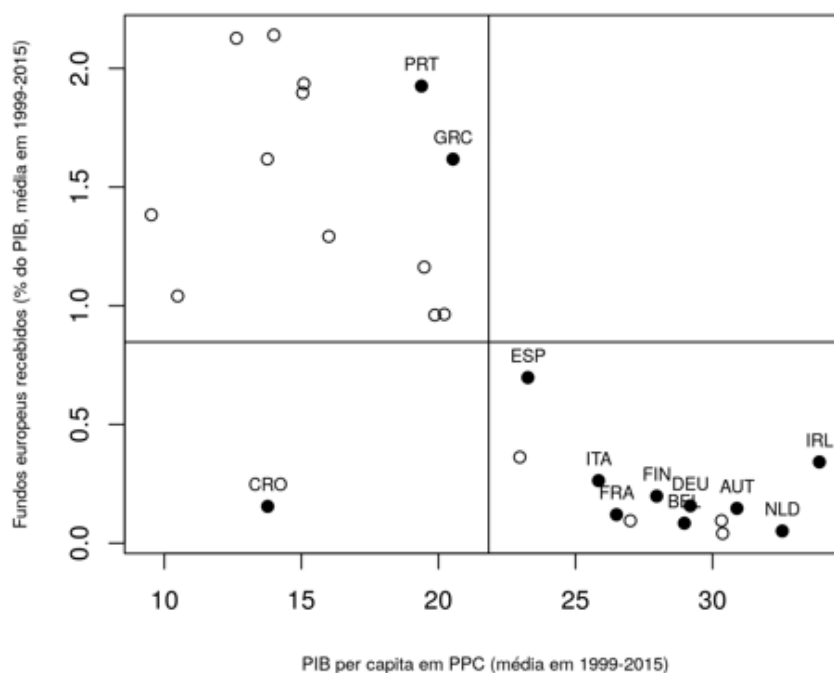
Relembre-se que no âmbito do processo de integração europeia desde 1993 se eliminaram todas as restrições à mobilidade de capitais (assim como bens, serviços e pessoas) no espaço da União Europeia.

viii. Solidariedade

Chegamos a este último critério tendo também por base os resultados obtidos em Azoia, Bação e Duarte (2020) no que diz respeito à análise das transferências de fundos da UE para cada um dos países objeto de análise, no caso em concreto 28 países da UE (ainda incluído o Reino Unido), e para o período compreendido entre 1999 e 2015. Excluiu-se, mais uma vez, o Luxemburgo por se considerar o seu resultado um *outlier*.

Ilustra-se no Gráfico 8 a relação existente entre as transferências de fundos da UE para cada um dos países (um indicador próximo desta “solidariedade”) e o respetivo PIB *per capita* em Paridade do Poder de Compra (PPC), esta última variável entendida aqui como uma medida aproximada do nível de riqueza (nível de vida) de cada um desses países.

Gráfico 8: Transferências de fundos da UE



Fonte: Azoia, Bação e Duarte (2020).

Encontrando-se os países classificados de acordo com o seu nível de riqueza (eixo das abcissas, onde é medido o PIB *per capita* em termos de Paridade do Poder de Compra), a existir solidariedade no seio da UE, seria então espectável que quanto maior (menor) for o nível de riqueza do país, menor (maior) a quantidade (volume) de fundos europeus em percentagem do PIB que esse país deve receber.

Conforme se pode constatar pela análise do Gráfico 8, a distribuição dos fundos europeus coloca em evidência a existência de solidariedade dentro da União Europeia, um resultado que em nosso entender não deixa de ser surpreendente se tivermos em linha de conta que muito recentemente, no contexto da crise financeira de 2007-08, foi muitas vezes “apontado o dedo” à União Europeia precisamente pela ausência de solidariedade entre Estados-Membros, nomeadamente em relação aos ditos países da periferia Europeia. Contudo, os resultados do Gráfico 8 colocam em evidência uma realidade completamente oposta, ficando clara a existência de solidariedade da União Europeia para com os países com níveis de riqueza relativamente mais baixos. Tal é o caso, por exemplo, de Portugal e da Grécia, que tendo dos níveis de riqueza mais baixos da União Europeia, acabam por receber das maiores transferências de fundos europeus em percentagem do seu produto. Encontra-se, por este meio, solidariedade e justiça.

O caso da Croácia, embora sendo um país com pequeno nível de riqueza, é o país que menos fundos europeus recebeu. Tal justifica-se pela sua entrada tardia na União Europeia (apenas em 2013).

Por seu turno, países mais ricos, casos, por exemplo, de França, Bélgica, Alemanha, Áustria e Holanda, recebem uma menor fatia desses fundos em percentagem do PIB. Perante estes resultados, pode então dizer-se que este último critério da solidariedade é amplamente observado no âmbito dos Estados-Membros da EU, podendo assim ajudar na “caminhada da UEM” para no futuro poder funcionar como uma ZMO.

De referir também que a recente situação epidemiológica que vivemos tornou imprescindível a continuação e reforço desta solidariedade, a qual terá forçosamente de se manter face à inevitável crise económica que se sucederá, caso contrário as disparidades e desigualdades entre cidadãos dos vários Estados-Membros poderão agravar-se de modo irremediável, colocando assim em causa a possibilidade de alcançar uma ZMO sob esta perspetiva. Para tal, é importante que os decisores políticos europeus sejam capazes de encontrar um mecanismo comum capaz de sustentar as despesas relacionadas com a pandemia, a tão “famosa” Bazuca Financeira, a qual necessariamente terá também, em nosso entender, de ser articulada por uma maior coordenação e convergência das restantes políticas económicas. Com esse objetivo, tudo parece indicar para que possa ser adequado emitir dívida comum na Zona Euro – de forma solidária –, de modo a estimular a confluência e coordenação de estruturas/políticas entre os vários Estados Membros, estratégia sem a qual dificilmente se conseguirá combater com sucesso esta crise³.

A realidade passada, presente, mas também futura, dos dados por nós analisados, permite-nos assim acreditar que sob o ponto de vista deste critério da solidariedade, a UEM tem funcionado e poderá continuar a funcionar como uma ZMO. Ainda assim, muito existe ainda por fazer no processo de integração europeu de modo a que os restantes critérios possam igualmente ser salvaguardados ou, no limite, se tal não acontecer, para que o projeto europeu possa responder e adaptar-se em conformidade aos novos desafios económicos, políticos e sociais com que a UEM será certamente confrontada num futuro próximo

³ <https://www.publico.pt/2020/03/30/economia/noticia/covid19-ocde-considera-pertinente-emissao-coronabonds-ue-1910114> e <https://observador.pt/opiniao/corona-bonds-e-o-papel-da-ue-na-economia-pos-covid-19/>

V. Que futuro para a UEM?

Demonstrámos que os critérios necessário para uma ZMO não são totalmente cumpridos pela UEM, pelo que não podemos considerá-la (ainda) como uma ZMO.

A UEM foi edificada sob bases relativamente frágeis. A criação da moeda única europeia foi mais uma etapa do processo de integração comunitária, acreditando-se dela poderem existir efeitos *spill over*⁴, com consequências positivas a diversos outros níveis, nomeadamente a nível económico, social e político. Todavia, “a política económica manteve-se nacional e a política monetária, para os Estados que adotaram o Euro, ficou pertença exclusiva da União; uma autoridade económica europeia, indispensável na zona euro, tem ficado arredada dos tratados (...) a política económica em geral é da competência dos Estados; a União intervém apenas com apoios de complemento às medidas nacionais e, no ponto de vista político, fornece o enquadramento institucional para que os EM coordenem e supervisionem, multilateralmente, ao nível europeu, as suas políticas económicas, embora, para os que adotaram o Euro, sejam aplicáveis medidas específicas” (Silva, 2013: 265-274). Este é, então, um grande problema da moeda única europeia – leia-se, a existência de uma federalização e centralização da política monetária, ficando essa sob a alçada supranacional (União Europeia) e, por outro lado, a carência de efetiva integração e convergência económica entre os membros. Isto porque a nível monetário os Estados perderam soberania, e mantiveram-na a nível da política económica (compreendendo medidas fiscais, como os impostos), o que inevitavelmente impulsiona desvios entre as economias, mesmo sob uma moeda comum.

Tendo em consideração que um dos objetivos primários da UE é a concretização de um mercado aberto e de livre concorrência, as políticas monetária e cambial devem ser únicas e comuns, realizando a manutenção da estabilidade de preços e apoiando as políticas económicas gerais da UE (art. 119º – 1 TFUE)⁵.

Nesta linha de pensamento, o objetivo primordial da estabilidade de preços com uma progressão de médio prazo inferior ou próxima dos 2%, tem sido relativamente eficiente. A este respeito, Silva (2013) admite mesmo que a estratégia adotada pelo Eurossistema/BCE tem revelado valências positivas, sendo que o Euro é uma moeda forte, relativamente estável e de reserva internacional. O autor refere ainda que o BCE, não obstante a inaptidão formal

⁴ Ou efeito de engrenagem.

⁵ https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_3&format=PDF

para interceder no sistema financeiro, tem sido uma instituição competente e eficaz em resposta às repercussões violentas advindas da crise financeira de 2007-08. No entanto, essa mesma crise “colocou a nu” muitas das fragilidades com que a UEM e a Zona Euro foram projetadas e edificadas.

No período anterior à crise, a Zona Euro sofreu impactos negativos advindos de desequilíbrios financeiros, de uma forte divergência entre salários e preços, e de uma inquietação relativamente à sustentabilidade da dívida.

Depois, a crise financeira começou por se transformar em crise da dívida soberana da Grécia (2010), e cerca de dois anos depois, tornou-se numa crise de dívida bancária em grande escala. Posteriormente, a intensidade desta crise reduziu-se, sendo, no entanto, substituída por uma crise económica profunda caracterizada por um fraco crescimento e uma inflação próxima de zero na generalidade dos países-membros da Zona Euro.

Podemos concluir que a difícil saída desta crise europeia, se deveu fundamentalmente a três fatores deveras importantes: i) A Zona Euro precisa de uma governação orçamental capaz de assegurar a sustentabilidade orçamental individual dos seus membros, criar uma situação orçamental adequada em toda a UEM, e disponibilizar recursos para uma deliberação de crises bancárias ou de dívida soberana. Como é salientado por Caetano e Sousa (2019), “no caso da Zona Euro, deveria ter sido prevista uma instituição com a função de ‘prestamista de último recurso’ para prover a liquidez necessária e apoiar os países em situações de crise, evitando o contágio entre dívida bancária e a dívida dos Estados”; ii) Foi consentido ao setor bancário e financeiro funcionar sem estruturas aptas para supervisionar e assegurar a saúde das economias. A União Bancária (UB), por exemplo, podia ter constituído uma resposta mais forte a nível institucional; e iii) Não existindo uma política cambial, nem um mercado de trabalho plenamente integrado, a Zona Euro carece de um sistema capaz de acautelar divergências intensas na evolução dos custos unitários do trabalho nos seus diversos Estados-Membros.

A crise do Euro pode também ser explicada, naturalmente, pelo facto de a UEM ter integrado dois grupos de países com paradigmas socioeconómicos fundamentalmente desiguais. Por um lado, é formada por aqueles que se designam como países do centro. Por outro, integra igualmente um importante grupo de países, designados de países da periferia europeia, que frequentemente se debatem com problemas económicos diversos, nomeadamente em termos de sustentabilidade das suas finanças públicas. Dadas as limitações às políticas económicas nacionais, a simetria e convergência económica entre os vários Estados-Membros da UEM apresenta-se assim essencial para garantir a estabilidade

dos sistemas nacionais, uma vez que na sua ausência potenciarão a ocorrência de choques assimétricos, que naturalmente contribuirão para aumentar ainda mais os afastamentos económicos entre países, podendo em última análise colocar em causa o próprio processo de integração e de desenvolvimento da Zona Euro no seu todo.

A existência de condições iniciais discrepantes, em particular no que diz respeito ao valor das taxas de juro e nível de preços, conduziram igualmente a uma maior vulnerabilidade económica e à deflagração do crédito na periferia, financiada pelos fluxos de capital vindos dos países do centro, que uma vez inexistentes conduziram a graves problemas de financiamento, levando também a problemas no que toca aos níveis de competitividade, nomeadamente na sequência da apreciação da taxa de câmbio real com que estes países da periferia europeia acabaram por ser confrontados. Estes países foram pouco monitorizados, pelo que na ausência de um instrumento cambial e monetário, tornou-se muito difícil fazer face à situação entretanto criada. Consequentemente, os saldos das balanças de transações correntes divergiram enormemente entre os países excedentários, os designados países do centro, e os deficitários, muitas vezes apelidados de forma pejorativa de PIIGS⁶.

Não existe uma ferramenta de controlo e retificação de desequilíbrios a nível macroeconómico suficientemente capaz, e a UEM mostrou-se, assim, despreparada para lidar com a crise económica e financeira tão profunda, bem como para lidar com os descontrolos orçamentais, financeiros e estruturais que tinham vindo a acumular-se. Tal de exibiu a dificuldade de se ter criado e avançado para uma “UEM sem existirem condições para uma maior integração fiscal e política na UE, dada a falta de convergência real das economias a integrar” (Caetano e Sousa, 2019: 245).

Deste modo, para ser possível alcançar uma UEM robusta e capaz de fazer frente a eventuais crises e outros problemas político-económicos, como choques assimétricos, é necessária uma maior integração fiscal e uma orientação de objetivos político-económicos comuns entre os membros, bem como uma maior capacidade orçamental da própria UE, para poder intervir prontamente na resolução de problemas económicos e sociais. Só assim se poderá aproximar das premissas de otimalidade que uma ZMO deve seguir.

Posto isto, tudo parece indicar para que a UEM possa ter apenas três caminhos a percorrer:

⁶ PIIGS é um acrónimo pejorativo usado inicialmente na imprensa anglo-saxónica, sobretudo britânica, para designar o conjunto das economias de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha.

1. Recuar. Tal implicaria a extinção da moeda única, e ficar-se-ia apenas pela cooperação intergovernamental, sem qualquer política monetária, financeira ou cambial comum – apenas acordos bi/multilaterais. Esta solução seria a destruição daquilo que identifica a própria UE: o mercado único e a moeda única, já que são símbolos de união e integração.
2. Aprofundar. Caminho que exige convergência total de políticas económicas, fiscais e cambiais que, por sua vez, exigem a instituição de uma União Bancária congruente. Este passo levaria a uma federalização total daquilo que é a UE – tendo em conta que a federalização não impõe uma total perda de soberania dos Estados contendo em si o direito de definição, gestão e organização nacional e o apoio do Princípio da Subsidiariedade⁷.
3. Reformar. Este caminho seria o mais lógico agora. A UEM necessita de uma reestruturação a nível político, que se iria refletir na economia dos Estados. Tal deveria impulsionar a competitividade e a confluência interestatal.

Assim, apenas o futuro pode mostrar-nos qual o percurso mais acertado!

⁷ Princípio da subsidiariedade admite a capacidade de decisão dos EM, e quando estes não forem suficientemente capazes, podem chamar a si a UE. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/7/o-principio-da-subsidiariedade>

VI. Conclusão

Ao analisar os oito critérios necessários para satisfazer os requisitos de uma ZMO, aplicando-os ao cenário da UEM, concluímos que esses não são eficazmente cumpridos por esta, não sendo suficiente para a considerar uma ZMO.

De acordo com os resultados obtidos, percebe-se que esta união monetária é fustigada pelos resquícios de uma estrutura despreparada e de uma crise financeira profunda (2007-2013) da qual ainda não conseguiu recuperar completamente e que a atual situação de pandemia Covid-19 só veio agravar.

Releva-se a importância que não foi devidamente oferecida aos candidatos a membros, *a priori*, e que se espelha em Estados-Membros fragilizados com a entrada na moeda única.

Esta moeda única – vista como unificadora e símbolo de robustez – aumentou as divergências entre países, despromovendo a harmonia económica na Zona Euro no seu todo.

Torna-se assim indispensável a existência de um mecanismo de ajustamento de economias, que una os países do centro aos países da periferia europeia, reduzindo a heterogeneidade que ainda existe de forma significativa entre os mesmos. Almeja-se, então, uma renovação da governação europeia e uma reforma da Zona Euro a longo prazo, que poderá passar pela imposição de um equilíbrio entre a distribuição e redução do risco que uma moeda única traz ao conjunto de países que a adota.

Percebendo-se a falta de simetria existente entre os Estados-Membros e as ferramentas utilizadas (que necessariamente atuam de forma distinta em diferentes países), torna-se também imperioso promover reformas que prezem pela flexibilidade e estabilidade, já que os países tendem a ser afetados de forma desigual dada a sua natureza também muito distinta.

O Orçamento Europeu deve também ser mais alargado, por forma a constituir uma rede de segurança em caso de choque ou de crise, sendo agilmente utilizado como mecanismo de apoio aos Estados em dificuldade.

Relembre-se que o Velho Continente não é infinito, daí ser impossível integrar países infinitamente numa união económica europeia ou numa união monetária, portanto, nesse grau, a UEM está praticamente completa.

Seguindo-se o percurso da reforma da UEM e da Zona Euro no seu todo, é importante recuperar os critérios que presidem à existência de uma ZMO e fazê-los cumprir, para que

existam ferramentas de proteção da própria moeda e da união monetária, bem como da saúde dos Estados. Tal deverá incluir medidas de antevisão, superação e ajustamento dos choques assimétricos, bem como a semelhança de taxas de inflação, que impulsionará a estabilidade de preços, e mobilidade crescente de capitais, a par da mobilidade da força de trabalho que deve continuar a evoluir positivamente.

Com tudo isto, indubitavelmente, os ciclos económicos convergirão e observar-se-á uma efetiva confluência e união dentro da UEM, que passará por um maior nível de abertura económica ao exterior (intra e inter Zona Euro) cada vez maior, e por uma diversificação da produção mais elevada e complementar aos vários Estados-Membros, fazendo desta união monetária uma verdadeira Zona Monetária Ótima.

Referências bibliográficas

- Amaral, J.F. (2010). Euro: um futuro incerto. *Relações Internacionais*, 27, 93-103.
- Andrade, J. S. e Duarte, A. (2015). Optimum Currency Areas, Real and Nominal Convergence in the European Union. *Notas Económicas*, 42, 7-28.
- Azoia, A., Bação, P., Duarte, A. P. (2020). *The Great Illusion: The Euro Area as an Optimum Currency Area*. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra.
- Caetano, J.M. e Sousa, M.R. (2019). *Desafios e Oportunidades na Governança da Zona Euro*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Caleiro, A. (2011). Acerca da importância da sincronização do ciclo económico português no contexto europeu. Universidade de Évora: Departamento de Economia & CEFAGE-UE.
- Frankel, J. e Rose, A. (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108, 1009-1025.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press.
- Hodrick, R. e Prescott, E. (1997). Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*. 29(1), 1-16.
- Ingram, J.C. (1962). *Regional Payments Mechanism: The Case of Puerto Rico*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Kenen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In R. M. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 41-60.
- McKinnon, R. (1963). Optimum Currency Area. *American Economic Review*, 53(4), 717-724.
- Mendonça, A. (1995). O conceito de zona monetária óptima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51(4), 657-665.

Petreski, M. (2007). Is the Euro Zone an Optimal Currency Area?. Available at SSRN 986483.

Silva, A. M. (2017). *A Aventura da Moeda Única Europeia. Enredos e dilemas, progressos e desafios, ensaio de história e de política*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.