

POLÍTICA ECONÓMICA

MESTRADO EM ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

1º SEMESTRE 2020/2021

4. A GOVERNAÇÃO ECONÓMICA NA UEM

5 DE NOVEMBRO DE 2020

RICARDO CABRAL (RCABRAL@ISEG.ULISBOA.PT)

Conteúdo

4. A governação económica na União Económica e Monetária (UEM)
 - a. A UE e a UEM
 - b. Objetivos da UE e da UEM
 - c. Arquitetura, enquadramento legal e o papel das instituições
 - d. O euro
 - e. As fragilidades de uma união monetária incompleta: estabilidade sem crescimento
 - f. Perspetiva dominante: competitividade e reformas estruturais
 - g. Perspetiva alternativa: transferências orçamentais e políticas keynesianas (ou como completar a união monetária)

Conteúdo

4. A governação económica na União Económica e Monetária (UEM)
 - a. A UE e a UEM
 - b. Objetivos da UE e da UEM
 - c. Arquitetura, enquadramento legal e o papel das instituições
 - d. O euro
 - e. As fragilidades de uma união monetária incompleta: estabilidade sem crescimento
 - f. Perspetiva dominante: competitividade e reformas estruturais
 - g. Perspetiva alternativa: transferências orçamentais e políticas keynesianas (ou como completar a união monetária)

O euro

- O euro é uma moeda recente, com início a 1 de Janeiro de 1999 e participação inicial de 11 estados membros fundadores.
- No presente 19 estados membros pertencem ao euro
- 9 estados membros da União Europeia não pertencem ao euro
 - Alguns destes estados membros escolheram não pertencer ao euro, e.g., Inglaterra, Dinamarca, Suécia
 - Outros, não cumpriam os critérios (nominais) de convergência

O euro

- Pode-se pensar no euro (e na UEM), agora (i.e., em 2020), em 5 fases:
- Fase I – *Pre-euro*, entre 1992 e 1998: Tratado de Maastricht de 1992, crise do mecanismo europeu de taxas de câmbio (“Exchange rate mechanism” (ERM) em 1992. O ERM era um sistema monetário europeu embrionário de gestão das taxas de câmbio, criado em 1979 antecipando a União Monetária); saída da Inglaterra após Black Monday; alargamento das bandas de flutuação do ERM para 15%; criação do Instituto Monetário Europeu em 1997; redução das reservas mínimas obrigatórias do sistema bancário dos estados membros fundadores do euro para 2% em 1997.
- Fase II – *Fase do sucesso surpreendente* (“striking success”, Issing, 2008, p.2), entre 1999 e 2008, em que o euro se afirma como uma moeda forte, de baixa inflação, que merece a confiança de um número crescente de cidadãos europeus (na atualidade, 340 milhões de habitantes).

O euro

- Fase III: 2008-2012, *fase da crise e do risco de desintegração do euro*, tendo sido considerada a saída da Grécia pelas autoridades europeias e potencial contágio a outros estados membros (Irlanda, Portugal, Espanha e Itália); criação de instituições multilaterais para concessão de empréstimos com condicionalidade (resgates) a estados membros, resultando na criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade; adoção de regras orçamentais mais rígidas (Pacto Orçamental e regras complementares); política monetária acomodatória com Draghi a afirmar em Julho de 2012 que o BCE faria “whatever it takes” para salvar o euro

O euro

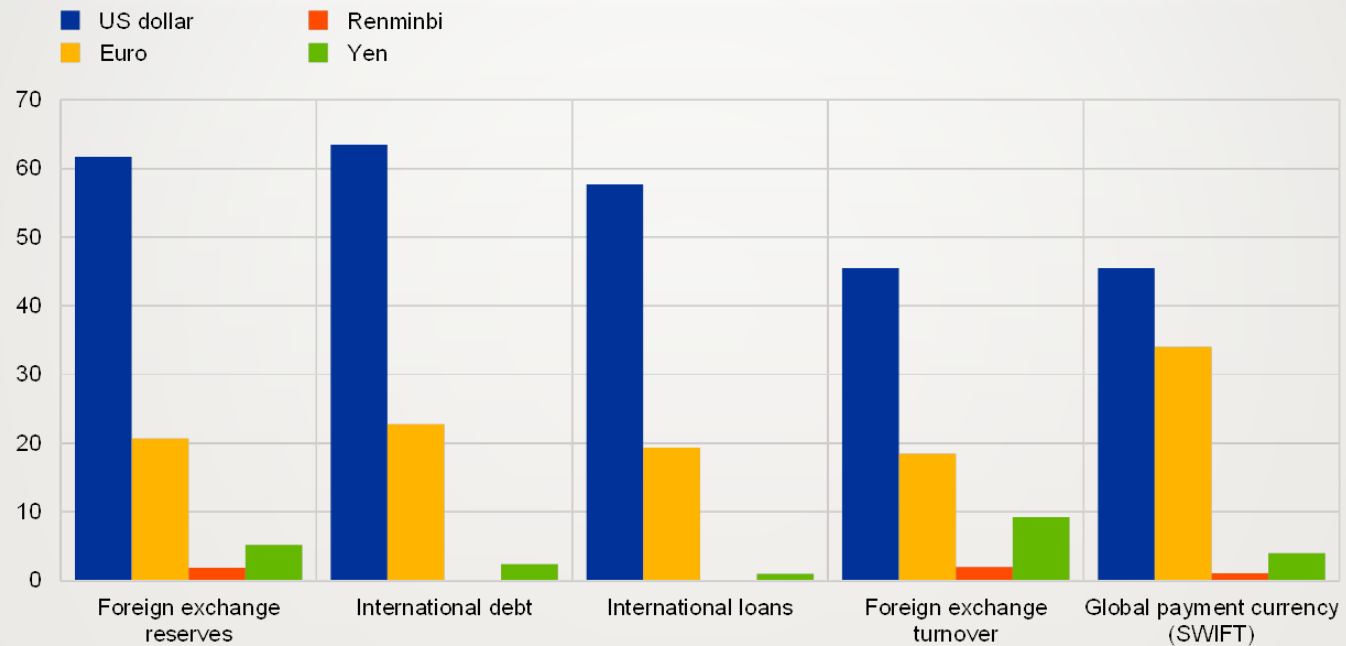
- Fase IV: 2013-2019, *fase da estabilização do euro*, com a queda das taxas de juro sobretudo em resultado de um programa de expansão quantitativa iniciado em Março de 2015; taxas de juro soberanas da generalidade dos países membros caem, com taxas de juro negativas para grande parte da dívida pública dos estados membros
 - Austeridade orçamental + Política monetária não convencional acomodatória
 - Resultado: crescimento desigual com redução do peso da dívida nos países que cresceram mais rapidamente

O euro

- Fase V: 2020-..., *nova crise*, desta feita pandémica (covid-19), que coloca o euro de novo em risco de desintegração. Decisão do Tribunal Constitucional da Alemanha coloca dúvidas à legalidade do programa de expansão quantitativa, que passará a ser regularmente verificada pelo Bundesbank. Sob proposta da Alemanha e da França, o Conselho Europeu define uma Facilidade de Resiliência e Recuperação Europeia com financiamento proto-federal pela primeira vez, que para Portugal, representará cerca 15,3 mil milhões de euros de transferências (~7% do PIB de 2019), entre 2021 e 2026
 - Regras orçamentais europeias suspensas
 - Dívidas públicas disparam, particularmente para estados membros como Portugal (de 117% para 140% do PIB?) e Itália (de 135% para 170% do PIB?)

O euro

Snapshot of the international monetary system
(percentages)



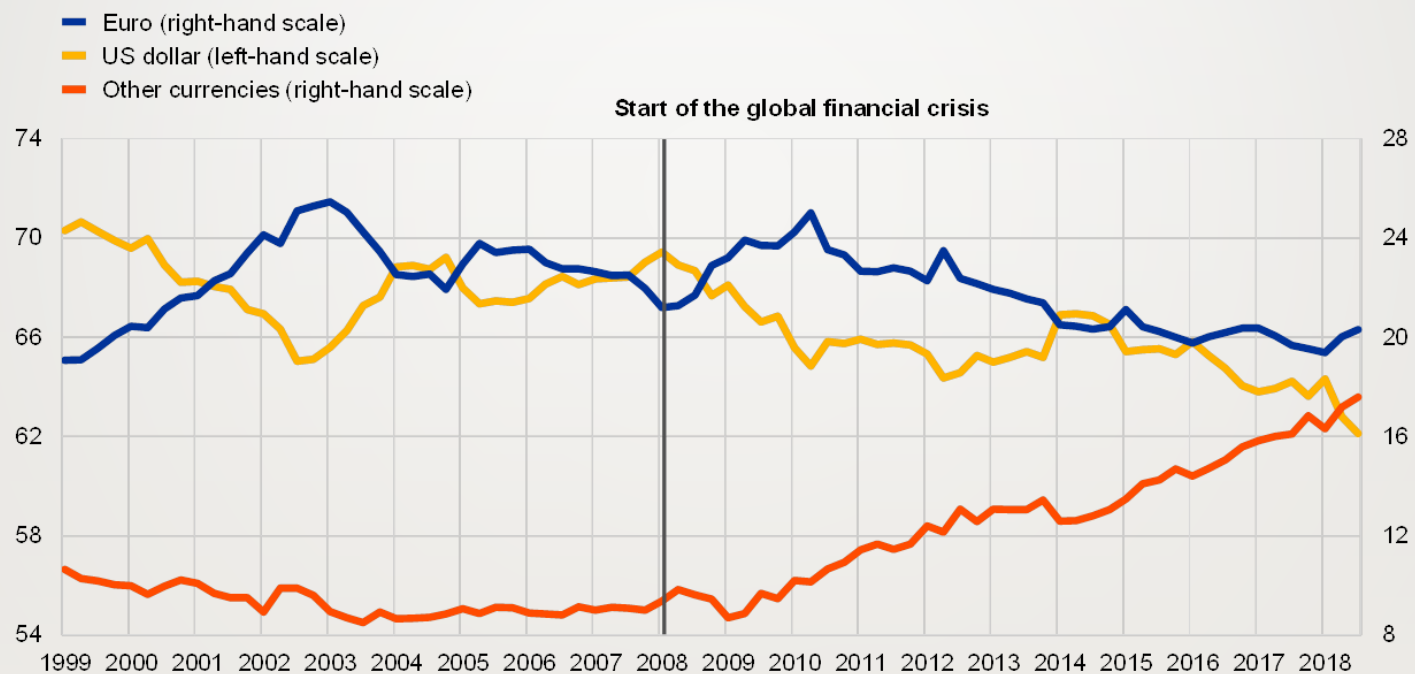
Sources: BIS, CLS Bank International, IMF, SWIFT and ECB calculations.
Note: The latest data are for the fourth quarter of 2018 or the latest available.

- O euro é a segunda moeda mais importante do sistema monetário internacional. O BCE (2019) estima um índice de importância composto de cerca de 21% no final de 2018

O peso do euro nas reservas internacionais globais aumentou em 2008

Developments in the shares of the euro, US dollar and other currencies in global official holdings of foreign exchange reserves

(percentages; at constant Q4 2018 exchange rates)



Sources: ECB (2019), based on IMF and ECB calculations.

Note: The latest observation is for the fourth quarter of 2018.

- Note-se a queda do peso do dólar

O euro

- As sanções americanas a outros países e empresas tem levado alguns países detentores de muitas reservas internacionais, como a Rússia, a optar pelo euro como reserva internacional

Indicator	Share of the euro (percentages, unless otherwise indicated)			Total outstanding amounts (at current exchange rates)			
	Latest	Comparison period	Difference (% points)	Latest	Comparison period	Unit	Difference (%)
Stock of global foreign exchange reserves with known currency composition, at constant exchange rates	20.7 Q4 2018	19.5 Q4 2017	1.2	11,418 Q4 2018	11,444 Q4 2017	USD billions	-0.2
Outstanding international debt securities: narrow measure, i.e. excluding home currency issuance, at constant exchange rates	22.8 Q4 2018	22.7 Q4 2017	0.1	15,322 Q4 2018	14,813 Q4 2017	USD billions	3.4
Outstanding international loans: by banks outside the euro area to borrowers outside the euro area, at constant exchange rates	19.3 Q4 2018	18.5 Q4 2017	0.8	1,903 Q4 2018	1,977 Q4 2017	USD billions	-3.7
Outstanding international deposits: with banks outside the euro area from creditors outside the euro area, at constant exchange rates	24.4 Q4 2018	23.9 Q4 2017	0.5	2,006 Q4 2018	2,077 Q4 2017	USD billions	-3.4
Foreign currency-denominated debt issuance at current exchange rates	22.7 2018	20.2 2017	2.5	1,917 2018	2,147 2017	USD billions	-10.7
Euro nominal effective exchange rate (broad measure against 38 trading partners)	116.1 (Apr. 2019)	116.7 (May 2018)	-0.5				
Daily foreign exchange trading (settled by CLS), annual averages, at current exchange rates, as a percentage of foreign exchange settlement	37.7 2018	37.0 2017	0.7				
Foreign currency-denominated loans in CESEE countries, at current exchange rates ¹	77.8 2018	76.3 2017	1.5	150.1 2018	145.5 2017	EUR billions	3.2
Foreign currency-denominated deposits in CESEE countries, at current exchange rates ¹	80.0 2018	79.3 2017	0.7	143.3 2018	135.2 2017	EUR billions	6.0
Invoicing of goods exported from the euro area to non-euro area countries, at current exchange rates	61.6 2018	61.2 2017	0.4				
Invoicing of goods imported to the euro area from non-euro area countries, at current exchange rates	51.4 2018	51.7 2017	-0.3				
Cumulative net shipments of euro banknotes to destinations outside the euro area (not seasonally adjusted)				170.3 Dec. 2018	167.3 Dec. 2017	EUR billions	1.8

Fonte: BCE (2019)

Banco Central Europeu



F: Getty Images

O euro

- O euro é dívida federal
 - O que é dívida federal na Zona Euro?
 - É dívida que é responsabilidade de um governo federal não existente na Zona Euro
 - É dívida fiduciária com maturidade zero, ou seja extingue-se a si própria a qualquer momento
 - E, se a Zona Euro se desintegrar, as responsabilidades implícitas a essa dívida desaparecem com o fim do euro, a não ser que os estados membros decidam honrá-la oferecendo em troca as suas próprias moedas
 - Ao contrário das notas e das reservas depositadas junto do banco central, as moedas são responsabilidade dos estados membros
 - Governo federal que teria receitas fiscais próprias e Tesouro com capacidade de emissão de dívida titulada
 - O Eurosistema, como sistema de bancos centrais da Zona Euro, seria a autoridade monetária desse governo federal
- O euro é, por conseguinte, uma moeda fiduciária federal *sui generis*

Questões

- Qual o objetivo do euro na perspetiva dos seus arquitetos?
- Que características deveria possuir o euro na perspetiva dos seus arquitetos?
- Como foi feita a transição das moedas nacionais para o euro?
- Qual a relação entre a dívida pública dos estados membros e o euro?
- Como é assegurado que os estados membros permanecem no euro, ou seja, que o euro é irreversível?
- Como é assegurado que estados membros considerados despesistas não utilizam o euro para monetizar os défices públicos?

Objetivos do euro (vide slide 18)

- Diferentes objetivos para políticos e “arquitetos” do euro de diferentes estados membros:
 - A União Monetária como um primeiro passo na construção dos Estados Unidos da Europa, i.e., união política, orçamental e monetária
 - Reduzir custos de transação, nomeadamente através de redução do risco cambial
 - Objetivo seria obter economias de escala crescentes, de forma a melhor concorrer com os EUA e a China
 - Servir de moeda de reserva internacional, em concorrência com o dólar
 - Permitir poder pagar por importações e ativos no estrangeiro com papel moeda sem valor intrínseco
 - Privilégio significativo
 - Adotar moeda forte e dessa forma controlar a inflação (estabilidade)

Objetivos do euro

- Para a Alemanha e outros países mercantilistas, uma forma de controlar a apreciação da respetiva moeda
 - O Euro constitui subsídio recorrente a estados membros com estruturas produtivas fortes
 - *“A partir de 1 de Janeiro de 1999, o euro tornou-se na média ponderada de moedas com taxas de câmbio (reais) associadas a estruturas produtivas diversas. Ao aderirem a uma moeda demasiado forte, os decisores políticos de países como Portugal aceitaram aplicar um imposto implícito sobre os seus sectores transaccionáveis, transferindo-o todos os anos, sob a forma de subsídio implícito, para os sectores transaccionáveis de países como a Alemanha, para o qual o euro permanece subvalorizado.*
 - *A moeda única resulta, assim, num subsídio recorrente às primeiras e num imposto, também recorrente, às segundas.”* (Cabral e Sousa, 2019)
- E também para a Alemanha, uma forma de disfarçar excedentes comerciais elevados, reduzindo a pressão de países como os EUA para deixar o Deutsche Mark valorizar-se

Quais as características desejadas do euro, na perspectiva dos seus arquitetos

- Não permitir monetização direta de dívida pública
 - Estados membros proibidos de mandar banco central imprimir euros para comprar (monetizar) dívida pública
- Não ser utilizado para permitir transferências orçamentais entre estados membros, nomeadamente de estados membros ricos para estados membros pobres
- Ser desenhado de forma a assegurar taxas de inflação baixas
- Ser controlado por um banco central independente dos estados membros, o banco central mais independente do mundo
 - À imagem do Bundesbank

Como foi feita a transição das moedas nacionais para o euro?

- Fixadas as paridades, irrevogáveis
 - 1€=200\$482 escudos
- Conversão de moedas para o euro realizadas através de lei específica
 - Que substitui o curso legal
 - Constitui uma reestruturação de dívida privada e pública (sem incumprimento e sem perda de valor para os credores), porque feita através de alteração à lei
- Afirmado que o euro é irreversível
 - Os Tratados Europeus não possuem nenhuma cláusula de saída do euro
 - Mas a União Europeia tem cláusulas de saída

Como foi feita a transição das moedas nacionais para o euro?

- Subscrito o capital do BCE
 - Cada Banco Central Nacional detém uma percentagem do capital do BCE que depende do PIB e da população
 - Essa percentagem é ajustada periodicamente
 - No caso de Portugal, a designada chave ajustada do capital do BCE era, em Outubro de 2019, de 2,31%
 - Tal significa que 2,31% da base monetária criada pelo Eurosistema é atribuída ao Banco de Portugal
 - Note-se que cada Banco Central Nacional também pode criar base monetária recorrendo à autoridade Emergency Liquidity Assistance, só que esta é por conta e risco do BCN e está sujeita ao veto de 2/3 dos membros do Conselho do BCE

No caso de Portugal

- Como Portugal é um país com uma forte indústria do turismo, o Banco de Portugal retira mais notas de circulação do que coloca e, por isso, é credor do BCE em relação à moeda em circulação.
- Contudo, porque Portugal tem elevada dívida externa em resultado de défices acumulados da balança corrente, o Banco de Portugal apresenta uma conta negativa de reservas.
- No cômputo o BdP é devedor ao BCE.

O deve e o haver do Eurosistema

Table 1. Intra-eurosystem claims

	December 2015		€ billions	
	Target ²	banknote ¹ adjustment	total	total as % of GDP
Austria	-29.2	28.2	-0.9	-0.3
Belgium	-7.8	11.9	4.1	1.0
Finland	20.1	4.0	24.1	11.7
France	-29.2	95.4 <i>e</i>	66.1	3.1
Germany	584.2	-297.8	286.4	9.8
Greece	-94.4	-19.6	-114.0	-64.2
Ireland	-3.0	-17.1 <i>e</i>	-20.1	-10.6
Italy	-248.9	32.3	-216.6	-13.4
Luxembourg	147.6	-92.7	54.9	112.3
Netherlands	54.7	45.8 <i>e</i>	100.5	15.2
Portugal	-61.7	34.7	-27.0	-15.5
Spain	-254.1	83.7	-170.4	-16.4
ECB	-83.8	86.7	2.9	
others	5.3	4.6 <i>r</i>	9.9	
sum	0.0	0.0	0.0	

Negative numbers indicate amounts owed to other NCBs.

¹*An NCB with a negative banknote adjustment has issued a greater value of banknotes than its allocation.*

e = estimate; r = residual

source: ECB (Target²); NCBs (banknote adjustment).

- Alguns bancos centrais nacionais são credores, fornecem reservas, outros são devedores
- A conta dos créditos e dos débitos depende das reservas e das emissões de notas
- F: Whittaker (2015)

Qual a relação entre a dívida pública dos estados membros e o euro?

- A relação é frágil
- A política monetária é implementada através de empréstimos com colateral ao sector bancário. A dívida pública dos estados membros é um dos colaterais aceites.
- Até 2005, a dívida dos governos nacionais e regionais dos estados membros era aceite como colateral em operações regulares de cedência de liquidez.
- A partir do final de 2005, o BCE passou a impor um rating mínimo à dívida pública dos estados membros aceite como colateral, só suspendendo essa exigência se o país estiver no âmbito de um programa de resgate das autoridades monetárias.

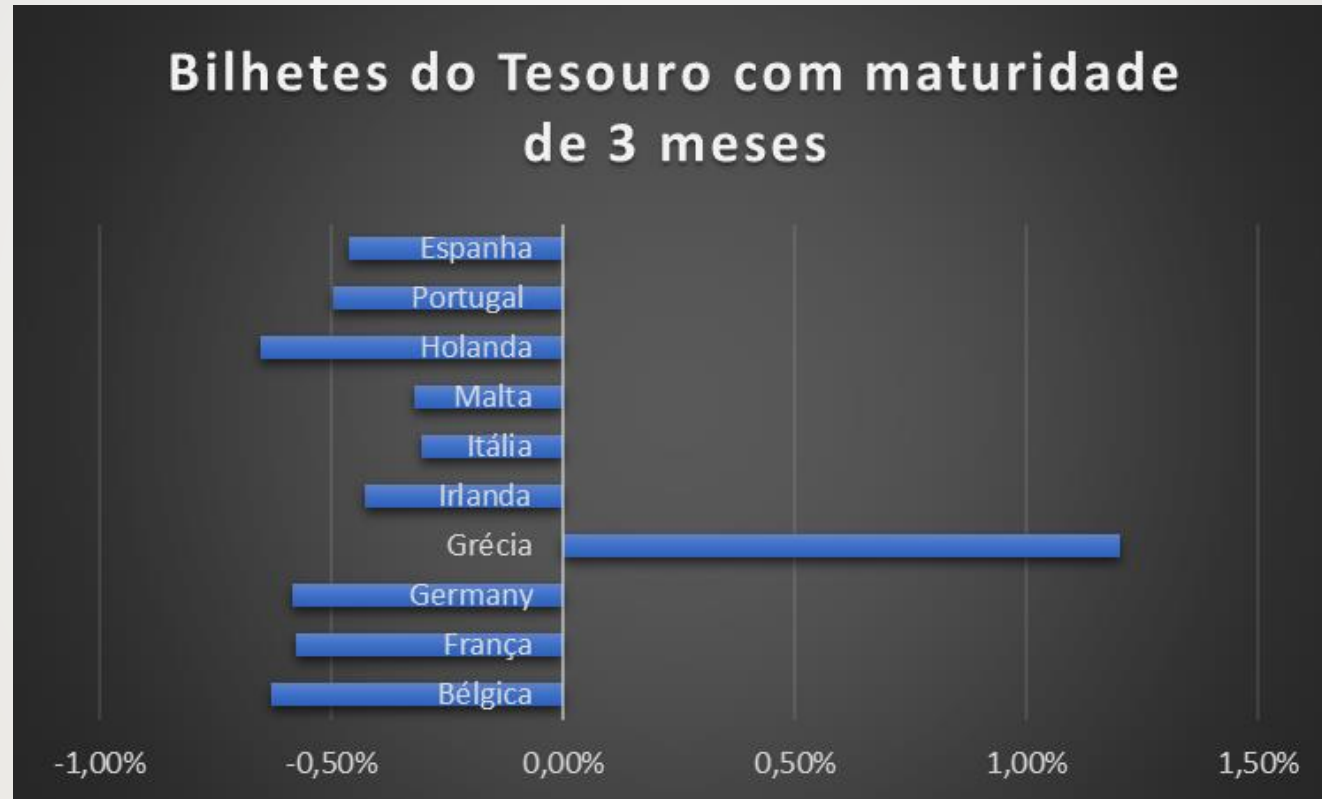
Qual a relação entre a dívida pública dos estados membros e o euro?

- Ou seja, os estados membros não podem mandar, nem mesmo pedir, ao BCE que adquira a respetiva dívida pública, monetizando-a:
 - Itália, Portugal e outros estados membros foram obrigados a alterar o modo de financiamento do Estado no processo de adesão ao euro;
 - Banco central deixa de poder monetizar défices;
 - Estados obrigados a leiloar dívida pública nos mercados, sujeitando-se à taxa de juro de mercado.

Qual a relação entre a dívida pública dos estados membros e o euro?

- Se o rating dessa dívida cai abaixo do nível de investimento por todas as principais agências de rating, o BCE comprometeu-se a não aceitá-la como colateral, o que provavelmente levaria esse país a entrar em incumprimento
 - A solução, desde 2010-2012: solicitar um resgate às autoridades europeias
 - O BCE prevê uma “waiver” das regras de colateral, se o estado membro estiver sob um programa de ajustamento acordado com as autoridades europeias.
- A própria implementação da política monetária através das taxas de juro torna-se mais difícil.
 - Que taxa de juro de curto prazo considerar? A taxa de juro de referência com implementação prática através da Eonia.
 - Qual a relação entre a taxa de juro de curto prazo e a taxa dos bilhetes de Tesouro dos estados membros?

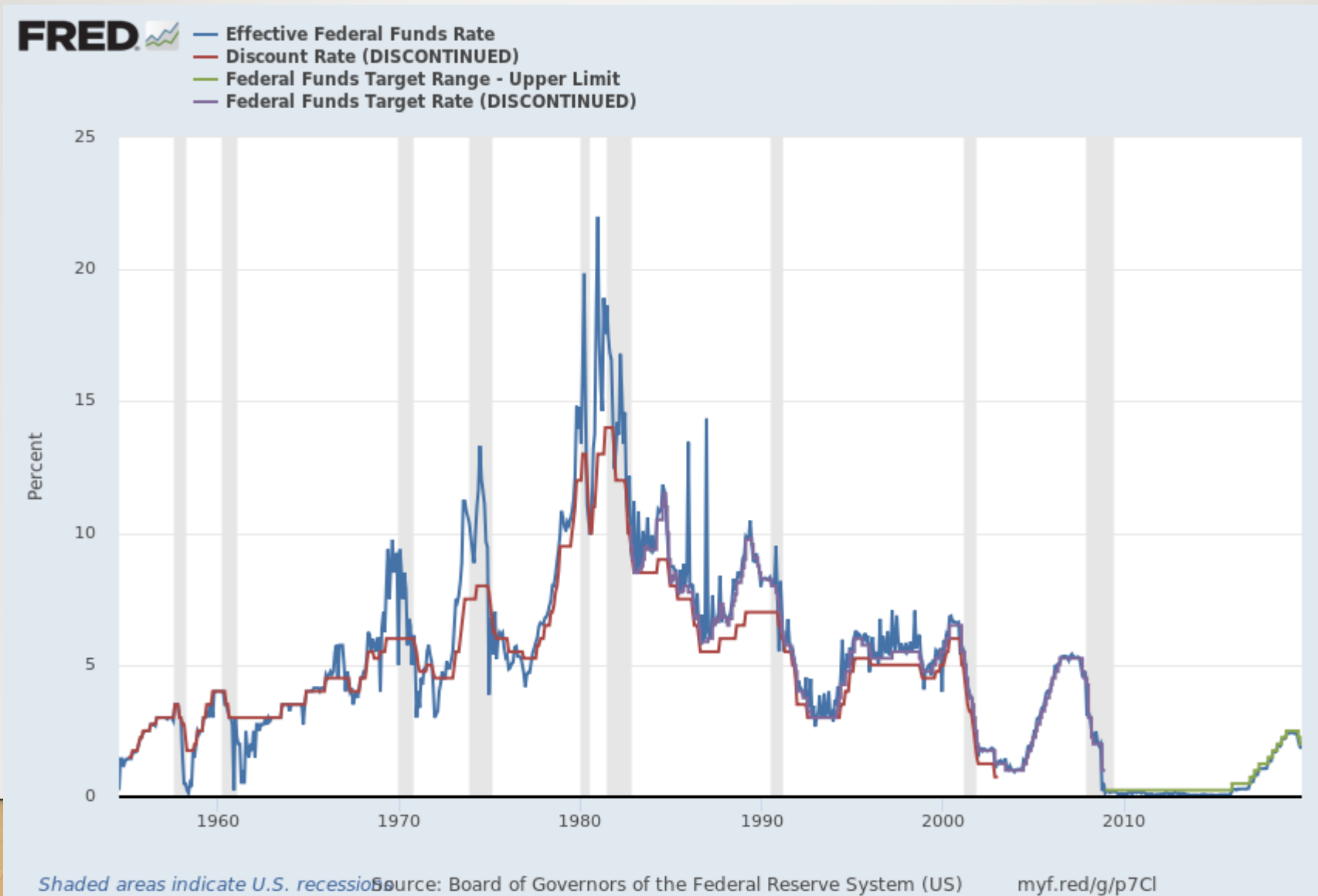
É difícil controlar a taxa de juro de curto prazo na Zona Euro



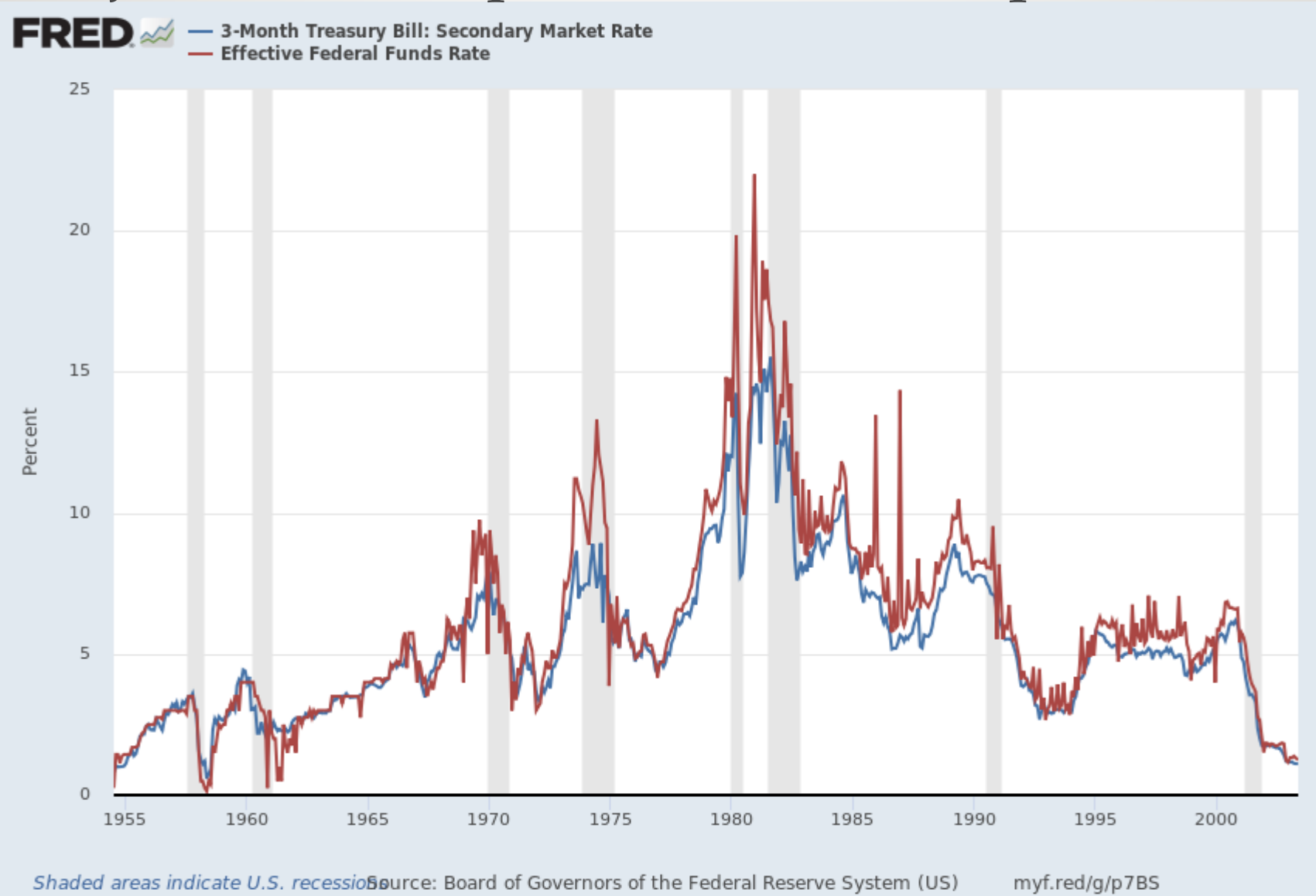
Fonte: Investing.com, cotações de 9 de Outubro de 2019

- Em Outubro de 2019, taxa de juro de referência de -0,5% para operações de refinanciamento principais a 7 dias (e taxa overnight EONIA), contudo taxas de juro de bilhetes do tesouro a 3 meses variam entre -0,65% e +1,2% para os estados membros na amostra acima
- E desde 2012, graças aos programas de expansão quantitativa do BCE, ocorreu uma compressão maciça dos spreads entre estados membros

A Reserva Federal consegue controlar as taxas de juro de curto prazo, desde “sempre”



A Reserva Federal consegue controlar as taxas de juro de curto prazo, desde “sempre”



Qual a relação entre a dívida pública dos estados membros e o euro?

- Ou seja, a ligação dos soberanos dos estados membros da Zona Euro ao euro é instável e está sempre sob risco
 - Mesmo em situação de baixo risco (“risk-off”) é significativo o diferencial entre taxas de juro de curto prazo.
- Mercados de dívida soberana instáveis
 - Sujeitos a corridas e a ataques especulativos
 - e.g., Taxa de juro das Obrigações do Tesouro a 10 anos de Portugal chegou a 17% em Fevereiro de 2012 para agora estar a cerca de 0,13%.
 - No entanto, a dívida pública em 2011 era 201 mil milhões de euros (114,4% do PIB) e em 2018 era de 249 mil milhões de euros (122,2% do PIB)
- Soberanos concorrem entre si
 - A dívida de alguns estados membros constitui um ativo financeiro mais seguro que a dos outros estados membros.

Como é assegurado que o euro é irreversível?

- Irreversibilidade do euro ocorre se for possível converter ativos financeiros domésticos (e.g. dívida pública, depósitos e outra dívida bancária, dívida empresarial) em euros.
- Os Estados membros não são capazes de assegurar convertibilidade de dívida pública para moeda (euros).
- O Sistema bancário assegura essa convertibilidade:
 - Adquire dívida pública nos mercados secundários;
 - Risk-weight: 0 (mas testes de stress impõem rácios mais elevados);
 - Obtém liquidez em operações regulares de refinanciamento do Eurosistema entregando dívida pública (e outra dívida) como colateral.
- O sistema bancário (e o sistema TARGET 2) é fundamental para assegurar a irreversibilidade do euro

Como é assegurado que estados membros não utilizam o euro para monetizar os défices públicos?

- O Eurosistema está impedido de emprestar diretamente aos estados membros
- Os Estados Membros estão obrigados a vender dívida pública nos mercados
 - As taxas de juro podem ser diferentes
- O Eurosistema só aceita dívida pública como colateral se esta possuir um rating “investment grade” (BBB, desde 2008, A- desde final de 2005).
- O objetivo é que os mercados financeiros disciplinem estados membros gastadores:
 - Numa união monetária, disciplinar um estado soberano através dos mercados financeiros é equivalente a estimular ataques especulativos periódicos à dívida dos membros mais frágeis (de Grauwe and Ji, 2018).
 - Conceitos: assegurar disciplina do mercado de dívida soberana e reduzir o risco moral (“market discipline” e “moral hazard”).

Três características importantes do euro

- Mandato único do BCE: estabilidade de preços
 - Implementação desse mandato definida pelo Conselho do BCE
 - Inflação tendencialmente abaixo dos 2% (redefinido recentemente em torno dos 2%)
- Banco central independente *a la Bundesbank*
- Irreversibilidade do euro assegurada, fundamentalmente, pelos sistemas bancários nacionais de cada estado membro.

Os dilemas do euro

- Moeda única federal,
- Mas não há dívida nem tesouro + orçamento federal
- Só dívida “soberana” dos estados membros
- Transferências orçamentais negligenciáveis



Questão aula: quais os benefícios do euro?

- Para a economia portuguesa



Questão aula: quais os custos do euro?

- Para a economia portuguesa

Conteúdo

4. A governação económica na União Económica e Monetária (UEM)
 - a. A UE e a UEM
 - b. Objetivos da UE e da UEM
 - c. Arquitetura, enquadramento legal e o papel das instituições
 - d. O euro
 - e. **As fragilidades de uma união monetária incompleta: estabilidade sem crescimento**
 - f. Perspetiva dominante: competitividade e reformas estruturais
 - g. Perspetiva alternativa: transferências orçamentais e políticas keynesianas (ou como completar a união monetária)

A Zona Euro como união monetária incompleta

- de Grauwe *The Economics of Monetary Union* estrutura a sua apresentação sobre uniões monetárias incompletas segundo os seguintes critérios:
 - Regimes de câmbios fixos
 - União monetária sem união orçamental
 - Crises bancárias
 - Estabilizadores automáticos

A união monetária é completa quando:

- Existe um orçamento federal, que redistribui recursos de regiões (e de famílias e empresas) com excedentes de balança corrente para regiões com défices de balança corrente
 - E.g. impostos progressivos, segurança social
- Existe dívida pública federal, que é utilizada pelo Banco Central em operações de mercado aberto temporárias ou permanentes (i.e., programas de expansão quantitativa)
 - O Banco Central é prestador de última instância tanto para soberanos como para bancos
 - Ou seja, o soberano não pode entrar em incumprimento
 - Este é um ponto enfatizado reiteradamente por de Grauwe
 - Taxa de juro da dívida pública pode ser controlada de forma a assegurar $r < g$, i.e. que a dívida pública é sustentável
 - E mercado de dívida soberana não está sujeito a ataques especulativos dos mercados

Dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública dos estados membros

- O elemento fundamental da análise de de Grauwe são as dúvidas dos mercados financeiros sobre a sustentabilidade da dívida pública dos estados membros na ausência de orçamento federal e sem prestador de última instância:
 - No caso de um choque adverso exógeno à solvência de um estado soberano, se os mercados acreditam que o estado é solvente (nomeadamente porque o Banco Central irá assegurar que a taxa de juro não sobe demasiado), então exigem juros mais baixos
 - O estado membro avalia os benefícios e custos de reestruturar a dívida pública
 - E decide não reestruturar a dívida pública

Dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública dos estados membros

- Se, na sequência de um choque exógeno adverso à solvência, os mercados acreditam que a dívida é insustentável e não existe um emprestador de última instância, a taxa de juro sobe e, para esse estado membro, os benefícios de reestruturar a dívida passam a ser superiores aos benefícios de não reestruturar a dívida pública.

Maus equilíbrios (“Bad equilibria”)

- Crises bancárias
 - Doom-loop ou bank-sovereign nexus
 - Banca nacional detém proporcionalmente mais dívida soberana doméstica
 - Crise de dívida soberana arrasta sistema bancário
- Estabilizadores automáticos
 - Em resposta a choque exógenos adversos à solvência de um estado membro, este não pode deixar os estabilizadores automáticos funcionar porque tal resultaria num aumento do défice, levando os mercados a considerar que esse estado membro se tornou insolvente e precipitando a entrada em incumprimento.
 - Por conseguinte, os estados membros estão obrigados, nessa situação, a empreender medidas de austeridade pró-cíclicas, não deixando os estabilizadores orçamentais funcionar e resultando em ciclos económicos (e recessões) mais acentuados e profundos.

Quais são os benefícios da moeda única

- Ganhos diretos da eliminação dos custos de transação
 - Consumidores ganham (€13-€20 mil milhões por ano), bancos perdem
- Ganhos indiretos da eliminação dos custos de transação: transparência de preços
- Ganhos de bem estar em resultado da redução da incerteza

Quais são os benefícios da moeda única

- A relação entre a taxa de câmbio e o crescimento económico
- União Monetária e comércio internacional: evidência empírica
- Benefícios de uma moeda internacional
- Benefícios de uma união monetária

Benefícios do euro

- Estabilidade da moeda
 - Baixa taxa de inflação
 - Boa reserva de valor
- Redução dos custos de transação
- Transparência de preços, com ganhos de eficiência
- Eliminação do risco cambial
 - Ataques especulativos à moeda

Custos da moeda única

- Imposto implícito sobre economias menos produtivas
- Maior dificuldade em realizar ajustamentos externos
 - Rigidez de preços e salários e mobilidade do fator trabalho
 - Desvalorização competitiva
- Choques assimétricos e a flexibilidade do mercado de trabalho

Custos do euro

- Através da taxa de câmbio, subsídio implícito às economias mais competitivas (com indústrias mais produtivas) e imposto implícito às economias menos competitivas;
- Risco de incumprimento e dos custos do financiamento do soberano e da banca, pela ausência do emprestador de última instância (“lender-of-last-resort”), muito enfatizados pelos professores Paul de Grauwe e João Ferreira do Amaral;
- Parte da atividade económica paga impostos noutros Estados-membros ou mesmo fora da União Europeia;
- As políticas macroeconómicas europeias tendem a ser desajustadas para as economias de pequena dimensão
 - Desenhadas sobretudo em função dos interesses das maiores economias da Zona Euro;
- Decisões discricionárias das autoridades europeias tendem a ser desfavoráveis (ou menos favoráveis) aos interesses do país, em comparação com decisões similares dessas entidades perante os Estados-membros mais fortes, em resultado do fraco peso político do país;

Euro como média ponderada de moedas com taxas de câmbio reais diversas

- Taxa de câmbio real dada por
- $S_t^{PPP} = S_t \frac{P_t^*}{P_t}$, em que
- S_t^{PPP} é a taxa de câmbio real, S_t é a taxa de câmbio nominal,
- P_t são os preços domésticos e
- P_t^* são os preços estrangeiros.

Euro como média ponderada de moedas com taxas de câmbio reais diversas

- Quando os estados membros têm diferentes estruturas produtivas, resultando em diferenças de produtividade temos:
 - $S_t^{PPP} = [S_t + (p_t^* - p_t)] - (\zeta_t^* - \zeta_t)$, em que
 - S_t^{PPP} é a taxa de câmbio real, S_t é a taxa de câmbio nominal,
 - p_t são os preços domésticos,
 - p_t^* são os preços estrangeiros,
 - ζ_t é a produtividade doméstica e
 - ζ_t^* é a produtividade estrangeira.
 -
 - Conclusão:
 - - mesmo que a taxa de câmbio nominal seja fixa ($s_t = 0$);
 - - mesmo que haja convergência nominal ($p_t^* - p_t = 0$);
 - a taxa de câmbio real altera-se em função do diferencial de produtividades ($S_t^{PPP} = -(\zeta_t^* - \zeta_t)$).” (Sousa, 2019)
- Ou seja, a taxa de câmbio real está todos os anos a alterar-se, em benefício do estados membros originalmente com estruturas produtivas mais fortes
- O euro está subvalorizado para esses estados membros, mas sobrevalorizado para estados membros com estruturas produtivas mais fracas



Resultados

As fragilidades de uma união monetária incompleta: estabilidade sem crescimento

- Estados membros com diferenciais de competitividade internacional muito profundos, i.e., níveis de produtividade muito diferentes
 - Durante os primeiros 10 anos do euro acumularam défices externos
 - Não é possível crescer, sem gerar desequilíbrios externos
 - Porque transferências orçamentais entre estados membros não são significativas, só é possível estabilidade se todos os estados membros tiverem balanças externas aproximadamente equilibradas ou excedentárias
 - UEM tem enviesamento mercantilista com resultados problemáticos

cepStudy

20 Years of the Euro: Winners and Losers

An empirical study

Alessandro Gasparotti und Matthias Kullas

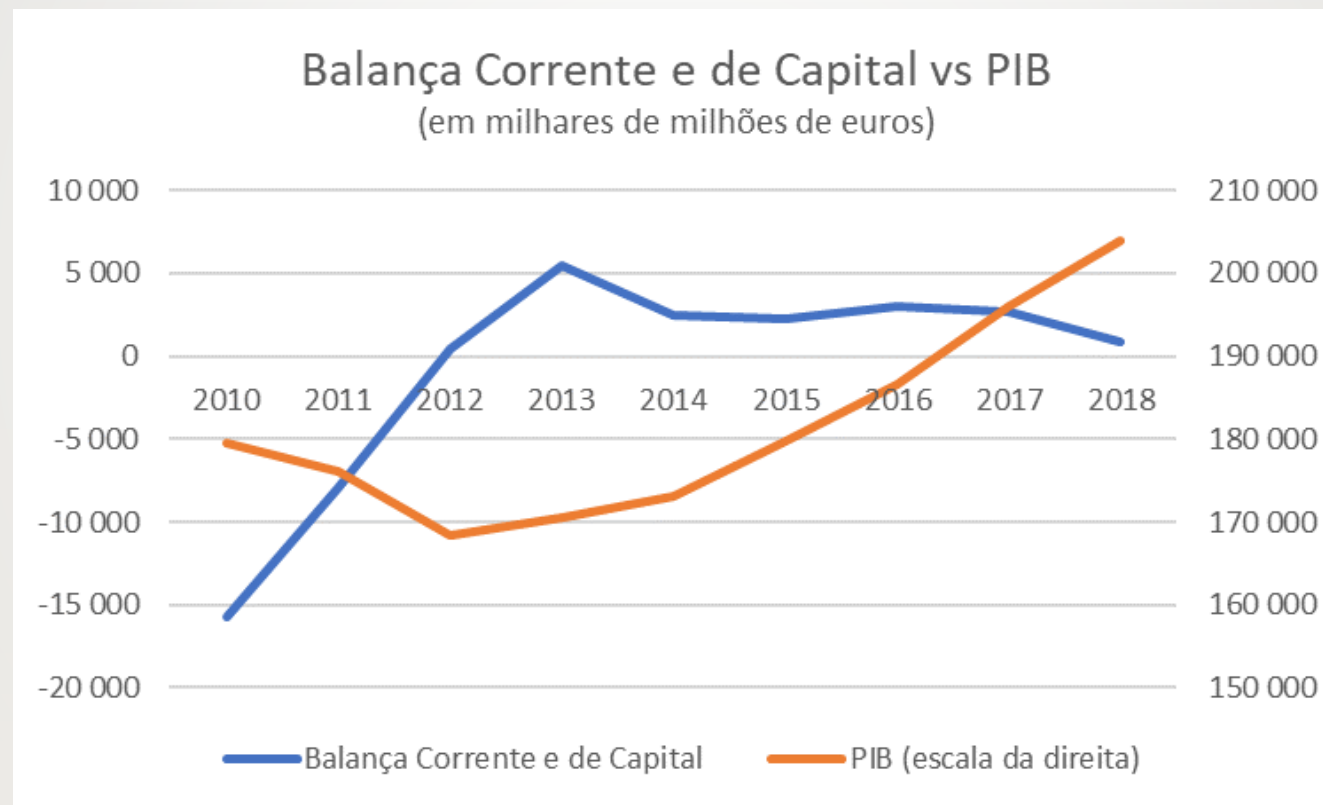
February 2019

Eurozone country	Impact of euro-introduction on prosperity 1999-2017 per inhabitant	Impact of euro-introduction on prosperity 1999-2017 overall
Germany	+ 23,116 euro	+ 1,893 billion euro
Netherlands	+ 21,003 euro	+ 346 billion euro
Greece	+ 190 euro	+ 2 billion euro
Spain	- 5,031 euro	- 224 billion euro
Belgium	- 6,370 euro	- 69 billion euro
Portugal	- 40,604 euro	- 424 billion euro
France	- 55,996 euro	- 3,591 billion euro
Italy	- 73,605 euro	- 4,325 billion euro

20 years since its introduction and the euro remains controversial. cep has used the synthetic control method to analyse which countries have gained from the euro and which ones have lost out.

- ▶ Germany has gained by far the most from the introduction of the euro; almost € 1.9 trillion between 1999 and 2017. This amounts to around € 23,000 per inhabitant. Otherwise, only the Netherlands has gained substantial benefits from the introducing the euro.
- ▶ In the first few years after its introduction, Greece gained hugely from the euro but since 2011 has suffered enormous losses. Over the whole period, the balance of € 2 billion or € 190 per inhabitant, is only just positive.
- ▶ In all the other countries analysed, the euro has resulted in a drop in prosperity: € 3.6 trillion in France and as much as € 4.3 trillion in Italy. In France, this amounts to € 56,000 per capita and in Italy € 74,000.

Portugal: Drástico ajustamento externo



Performance macroeconómica nos primeiros 20 anos do euro

	PIB real per capita			Taxa de desemprego			Taxa de inflação	
	1976-1998	1999-2008	2009-2019	1976-1998	1999-2008	2009-2019	1999-2008	2009-2019
Área Euro		1,7%	0,6%		8,7%	10,1%	2,2%	1,3%
Alemanha		1,7%	1,0%		9,0%	5,0%	1,7%	1,3%
Grécia	1,2%	3,2%	-1,8%	6,4%	10,0%	20,6%	3,3%	0,9%
Espanha	1,9%	2,2%	0,4%	15,4%	10,7%	20,2%	3,2%	1,1%
França	1,9%	1,4%	0,5%	7,8%	8,5%	9,6%	1,9%	1,2%
Itália	2,2%	0,8%	-0,4%	8,8%	8,2%	10,6%	2,4%	1,2%
Holanda	2,0%	2,1%	0,5%	7,2%	4,4%	5,5%	2,4%	1,4%
Portugal	3,2%	1,2%	0,5%	7,4%	7,3%	11,6%	2,9%	1,1%
EUA	2,3%	1,6%	1,1%	6,6%	5,0%	6,5%	3,2%	1,5%

	Produtividade do trabalho			Peso do rendimento do trabalho		
	1976-1998	1999-2008	2009-2019	1976-1998	1999-2008	2009-2019
Área Euro		0,9%	0,8%		55,7%	56,0%
Alemanha		1,5%	0,7%		56,6%	56,4%
Grécia		2,3%	-0,8%	52,8%	50,9%	51,0%
Espanha	2,6%	0,4%	1,1%	62,5%	57,1%	55,5%
França	2,7%	1,3%	0,7%	61,2%	56,0%	57,9%
Itália	2,0%	0,3%	0,1%	59,9%	51,9%	53,2%
Holanda	1,7%	1,6%	0,4%	64,4%	57,8%	58,2%
Portugal	2,8%	1,3%	0,5%	63,2%	58,7%	53,6%
EUA	1,4%	2,2%	0,9%	60,8%	59,8%	56,8%

Fonte: Ameco, Comissão Europeia e cálculos do autor

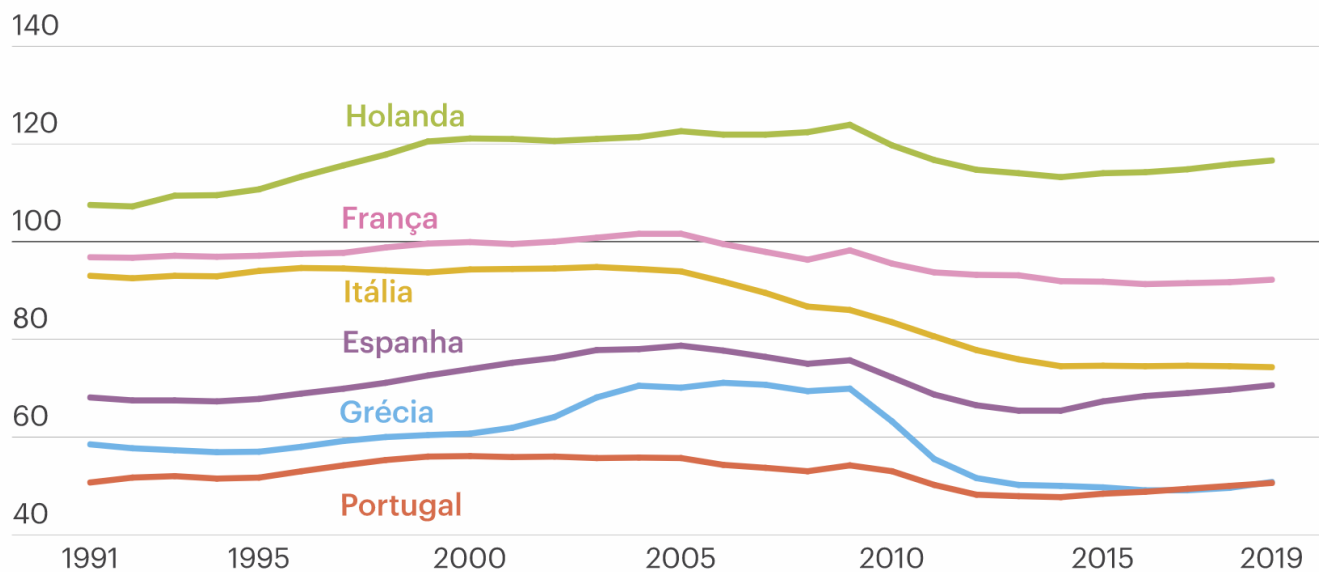
Consequências:

- Performance macroeconómica desde a adoção do euro é dececionante
- Política orçamental das autoridades europeias desde 2010-2012, resulta em crescimento económico medíocre, mesmo assim só possível porque outros blocos económicos acomodaram política mercantilista da Zona Euro

Alguns países ganham outros perdem

PIB *per capita*

Em percentagem do PIB *per capita* alemão



Fonte: Ameco, Comissão Europeia e cálculos dos autores

PÚBLICO

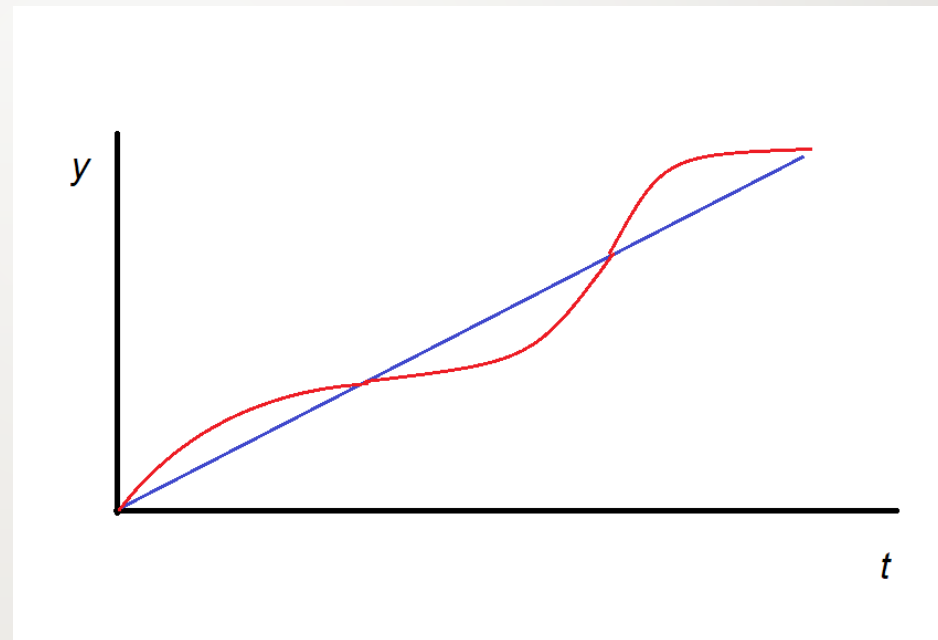
Conteúdo

4. A governação económica na União Económica e Monetária (UEM)
 - a. A UE e a UEM
 - b. Objetivos da UE e da UEM
 - c. Arquitetura, enquadramento legal e o papel das instituições
 - d. O euro
 - e. As fragilidades de uma união monetária incompleta: estabilidade sem crescimento
 - f. **Perspetiva dominante: competitividade e reformas estruturais**
 - g. Perspetiva alternativa: transferências orçamentais e políticas keynesianas (ou como completar a união monetária)

Perspetiva dominante

Parte-se do princípio que a economia apresenta uma tendência de crescimento de longo prazo com ciclos económicos em torno dessa tendência. O crescimento de longo prazo é explicado por modelos de crescimento de longo prazo como o modelo de Solow e modelos posteriores (modelos de crescimento endógeno), em que o crescimento económico depende sobretudo da poupança (e acumulação de capital), do progresso tecnológico e do crescimento da força de trabalho.

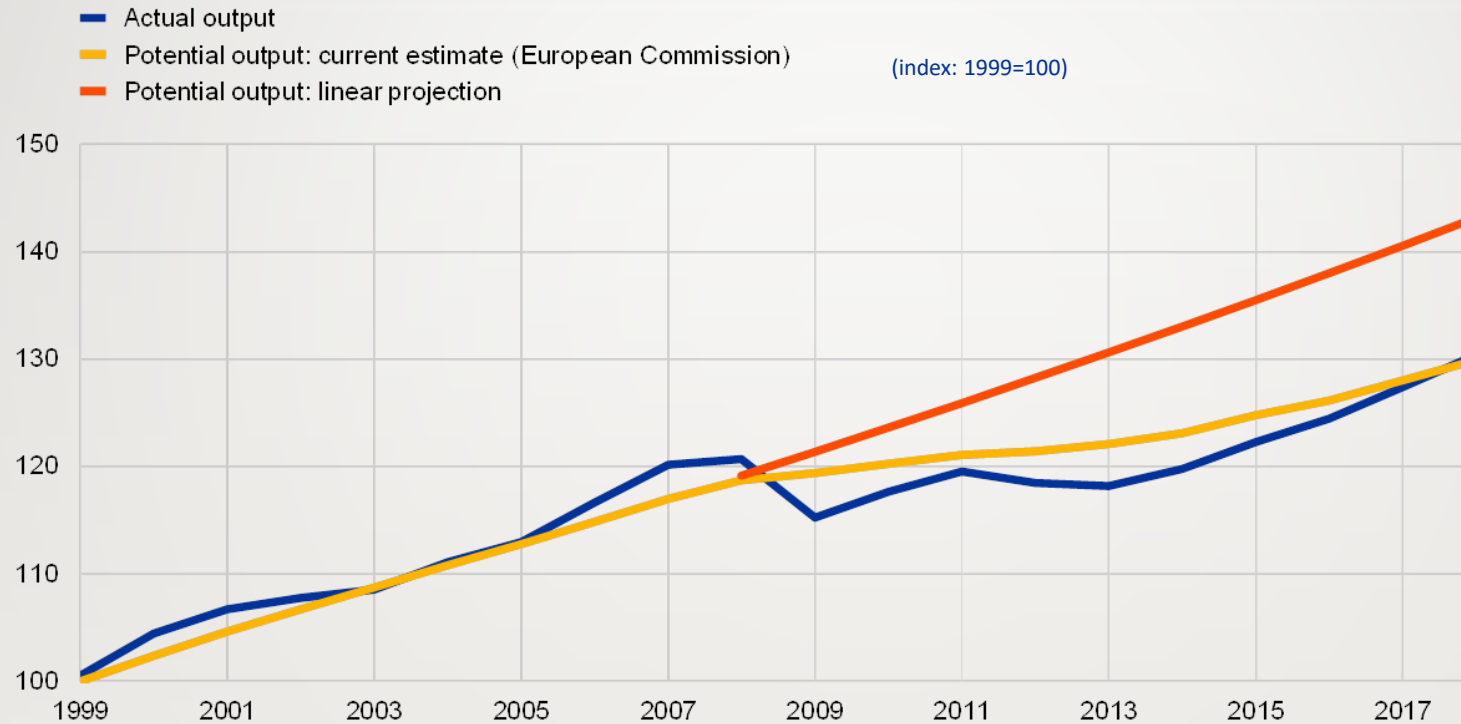
Figura. Representação dos ciclos económicos e da tendência de crescimento



Produto potencial

- No entanto, interessa estudar o conceito de produto potencial (“potential output”) que está evidentemente relacionado com estes modelos de crescimento de longo prazo.
- A Comissão Europeia refere, por exemplo:
 - *“Qualquer análise com substância sobre desenvolvimentos cíclicos, sobre perspectivas de crescimento a médio prazo ou sobre a orientação das políticas orçamental e monetária é baseada em pressupostos implícitos ou explícitos sobre a taxa de crescimento do produto potencial. Esse uso generalizado no campo da política económica não surpreende, uma vez que o produto potencial constitui o melhor indicador composto da capacidade do lado da oferta agregada de uma economia e da sua capacidade para suportar crescimento sustentável e não inflacionário.*
 - *Dada a importância do conceito, a medição do produto potencial é objeto de interesse de pesquisa contenciosa e sustentado”, (Havik et al., 2006, p.5)*

Produto potencial da Zona Euro



Fonte do gráfico: Andersson *et al.* (2018)

Visão neoclássica e dos ciclos económicos reais

- Reformas estruturais permitem taxa de crescimento económico de longo prazo mais elevada (tendência de crescimento).
- Decisores aceitam que existem flutuações económicas de curto prazo e que governos não devem adotar medidas de política orçamental de estabilização económica.
- Política monetária (de acordo com o modelo dos Novos Keynesianos) procura assegurar estabilidade de preços
 - Função reação da política monetária (regra de Taylor) reage a taxas de inflação elevadas ou a taxas de crescimento elevadas (acima da taxa de crescimento do PIB potencial)

Estabilidade sem crescimento

- A partir de 2012
 - Todos os estados membros devem registar balanças corrente e de capital aproximadamente equilibradas ou excedentárias
 - O que significa que só podem crescer se desse crescimento não resultar um crescimento do défice externo
 - Estratégia consiste em deprimir a procura agregada de forma permanente



Bibliografia

- Cabral, R. (2013). "O euro em crise: Cronologia e análise". Em: Palma, C. Paz Ferreira, E., Torres, H. (Eds.), *Estudos em homenagem ao professor doutor Alberto Xavier* (Vol. II, p. 635-654). Lisboa: Almedina.
- European Commission. (2019a, January). "Part IV – Fiscal outcomes in the EU in a rules-based framework". In: Mohl, P. (Ed.), *Report on public finances in EMU 2018* (p. 105-156). Luxembourg: European Union. doi:10.2765/890835
- European Commission. (2019c, April). *Vade mecum on the stability and growth pact, 2019 edition*. Luxembourg: European Union. doi:10.2765/724849
- European Commission. (2020, February 17). EU economic governance: Monitoring, prevention, correction. Retrieved August 29, 2020, from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction_en
- de Grauwe, P. (2018). *Economics of monetary union* (12th edition, cap. 3, 4 e 5). Oxford: Oxford University Press.
- Issing, I. (2009). *The birth of the euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Streeck, W. (2019). "The EU is a doomed empire". LSE Blog.
- Streeck, W. (2019). "The European Union is a liberal empire, and it is about to fall". LSE Blog. Disponível em <https://blogs.lse.ac.uk/brexit/2019/03/06/long-read-the-european-union-is-a-liberal-empire-and-it-is-about-to-fall/>