

# POLÍTICA ECONÓMICA

MESTRADO EM ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

1º SEMESTRE 2020/2021

## 4. A GOVERNAÇÃO ECONÓMICA NA UEM

12 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)

# 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

# Existem vários exemplos de uniões monetárias incompletas

- Essencialmente, variações de regimes de fixação das taxas de câmbio, exemplos: o sistema de Bretton Woods e o Sistema Monetário Europeu
- Formas mais drásticas incluem “currency boards” (comité monetário ou fundo de estabilização cambial)
  - E.g., Hong-Kong, Argentina, Brasil

## Três tipos de uniões monetárias incompletas

- Taxas de câmbio fixas (que flutuam numa banda) ou semi-fixas
- Currency board
  - Comité monetário ou fundo de estabilização cambial
- Moeda única e autoridade monetária única (política monetária única), mas sem orçamento federal
  - Exemplo: União Económica e Monetária

# Ao longo da História, vários regimes que têm implícito taxas de câmbio fixo

- Até 1850-1875, bimetalismo
- A partir de 1850-1875, padrão ouro clássico
- I Guerra Mundial, padrão ouro é abandonado (desde 1891 em Portugal)
- A partir de 1918 e até à Grande Depressão (1931-1934) padrão ouro
  - 1933 Roosevelt confisca o ouro e proíbe comércio de ouro dentro dos EUA, proibição que só seria progressivamente levantada a partir de 196
  - 1934, dólar é desvalorizado em relação ao ouro
  - Dólar continua no padrão ouro para o sistema financeiro internacional
- Em 1942-43, acordos de Bretton Woods. Entre 1944 e 1971 (Bretton Woods I)
  - Taxas de câmbio das principais moedas fixadas
- Bretton Woods II (1971-presente)
  - A partir de 1971 Nixon abandona o padrão ouro

# UNDER EXECUTIVE ORDER OF THE PRESIDENT

Issued April 5, 1933

all persons are required to deliver  
**ON OR BEFORE MAY 1, 1933**  
all **GOLD COIN, GOLD BULLION, AND GOLD CERTIFICATES** now owned by them to a Federal Reserve Bank, branch or agency, or to any member bank of the Federal Reserve System.

## Executive Order

WHEREAS THE STATUTE OF GOLD COIN, GOLD BULLION, AND GOLD CERTIFICATES...

Section 1. That every person who owns or has possession of any gold coin, gold bullion, or gold certificate... shall deliver the same to a Federal Reserve Bank, branch or agency, or to any member bank of the Federal Reserve System...

Section 2. That every person who owns or has possession of any gold coin, gold bullion, or gold certificate... shall deliver the same to a Federal Reserve Bank, branch or agency, or to any member bank of the Federal Reserve System...

For Further Information Consult Your Local Bank

**GOLD CERTIFICATES** may be identified by the words "GOLD CERTIFICATE" appearing thereon. The serial number and the Treasury seal on the face of a **GOLD CERTIFICATE** are printed in **YELLOW**. Be careful not to confuse **GOLD CERTIFICATES** with other issues which are redeemable in gold but which are **not** **GOLD CERTIFICATES**. Federal Reserve Notes and United States Notes are "redeemable in gold" but are **not** "**GOLD CERTIFICATES**" and are **not** required to be surrendered.

Special attention is directed to the exceptions allowed under Section 2 of the Executive Order.

**CRIMINAL PENALTIES FOR VIOLATION OF EXECUTIVE ORDER**  
\$10,000 fine or 10 years imprisonment, or both, as provided in Section 9 of the order.

James A. Hanley  
Secretary of the Treasury



# Taxas de câmbio fixas ou semi-fixas

- SME, taxa de câmbio Franco Suíço-Euro
- Tendem a não ser sustentáveis e a desintegrar-se após crises
  - Problema de credibilidade: as autoridades asseguram que irão manter a taxa de câmbio no futuro, mas essa promessa não é cumprida ou por impossibilidade (o país fica sem reservas internacionais, nomeadamente perante ataque especulativo) ou porque deixa de convir às autoridades do país manter essa taxa de câmbio
  - Com o passar do tempo, a probabilidade de crise cambial aumenta
    - Choque que coloca em causa a credibilidade do regime cambial

# Taxas de câmbio fixas ou semi-fixas

- Grande fragilidade porque os países que mantêm uma taxa de câmbio fixa têm um stock finito de reservas (divisas) internacionais
  - Maior parte dos casos são países que tendencialmente apresentam défices da balança corrente
  - Países com excedentes da balança corrente recorrentes podem, em teoria, manter taxa de câmbio fixa, mas estão obrigados a acumular reservas internacionais
    - Exemplo: Suíça

# Taxas de câmbio fixas ou semi-fixas

- Exemplo: País regista défices da balança corrente
  - Situação insustentável
    - Reservas internacionais diminuem e/ou dívida externa aumenta
  - Soluções possíveis
    - A. Manter taxa de câmbio
      - Para isso é necessário reduzir a procura agregada de forma a que a procura externa líquida passe a ser marginalmente positiva
      - Como? Política orçamental restritiva (“austeridade”)
        - Aumentar impostos, reduzir despesa pública
        - Política impopular que pode levar à queda do governo

# Taxas de câmbio fixas ou semi-fixas

- Exemplo: País regista défices da balança corrente
  - Soluções possíveis
    - B. Desvalorizar moeda
      - Resulta num aumento das exportações e na diminuição das importações (efeitos sobre a atividade económica real)
      - Melhora a posição internacional de investimento (efeito sobre os stocks de ativos e passivos financeiros)
      - Mas, perda de reputação do governo
    - Especuladores conhecem (estudam) situação do país
      - Se défice elevado e reservas internacionais baixas, probabilidade de depreciação da moeda é elevada, pelo que poderá ser insustentável manter a taxa de câmbio, mesmo com política orçamental restritiva.

# Fundo de estabilização cambial (“Currency board”)

- Banco central controla a base monetária em função das reservas internacionais
  - E.g.: Um peso argentino para um dólar americano
  - Contudo, se o país regista défices da balança corrente e de capital ou com mobilidade de capitais, fica sujeito a ataques especulativos
  - Sistema bancário cria moeda, pelo que as reservas internacionais são insuficientes para sustentar “currency board”

# União monetária sem união orçamental

- Política económica alternativa para contornar as fragilidades de taxas de câmbio fixas e de fundo de estabilização cambial
- Muito similar a regime de taxas de câmbio fixas (com multiplicidade de maus equilíbrios), mas deriva vantagem da credibilidade da tese de irreversibilidade da moeda única (e taxa de conversão das moedas nacionais irrevogável)

# 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
    - Choque resulta numa queda das receitas públicas e num aumento do défice e da dívida, por exemplo, em resultado de uma recessão ou de uma perda de competitividade internacional
    - Quanto maior o choque mais significativo o efeito negativo na solvência do soberano
  - O estado membro avalia os benefícios e custos de 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 déficit, 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.

# Como completar a união monetária

- Muitos dos problemas das uniões monetárias resultam do facto da maioria dessas uniões monetárias serem incompletas
- A tese dominante é que união monetária completa só seria possível com união política (i.e., Estados Unidos da Europa)
  - Não é realista esperar que exista apoio popular suficiente para união política (“deep variable”)
  - Contudo, são necessárias medidas incrementais (segundo de Grauwe) para tornar a União Económica e Monetária sustentável

# 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

# Riscos de uma união monetária completa

- Risco de inflação
  - Tese de Milton Friedman
  - Na prática, nas últimas décadas, correlação inexistente entre medidas de crescimento de agregados monetários e a taxa de inflação
- Efeitos orçamentais (i.e., redistributivos)
  - Se os governos não cumprem o serviço da sua dívida, política monetária confunde-se com política orçamental, porque passa a ter efeitos redistributivos
  - Política monetária tem sempre riscos
    - O banco central não enfrenta o risco de insolvência

# Riscos de uma união monetária completa

- Risco moral (“moral hazard”)
  - Se o banco central é emprestador de última instância de bancos e soberanos, estes adotarão comportamentos arriscados
    - Aumentos insustentáveis da despesa e dívida pública
    - Aumentos insustentáveis do crédito bancário

# 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
  - Evidência contraditória
- 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 prestador 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,
  - $\zeta_t$  é a produtividade doméstica e
  - $\zeta_t^*$  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

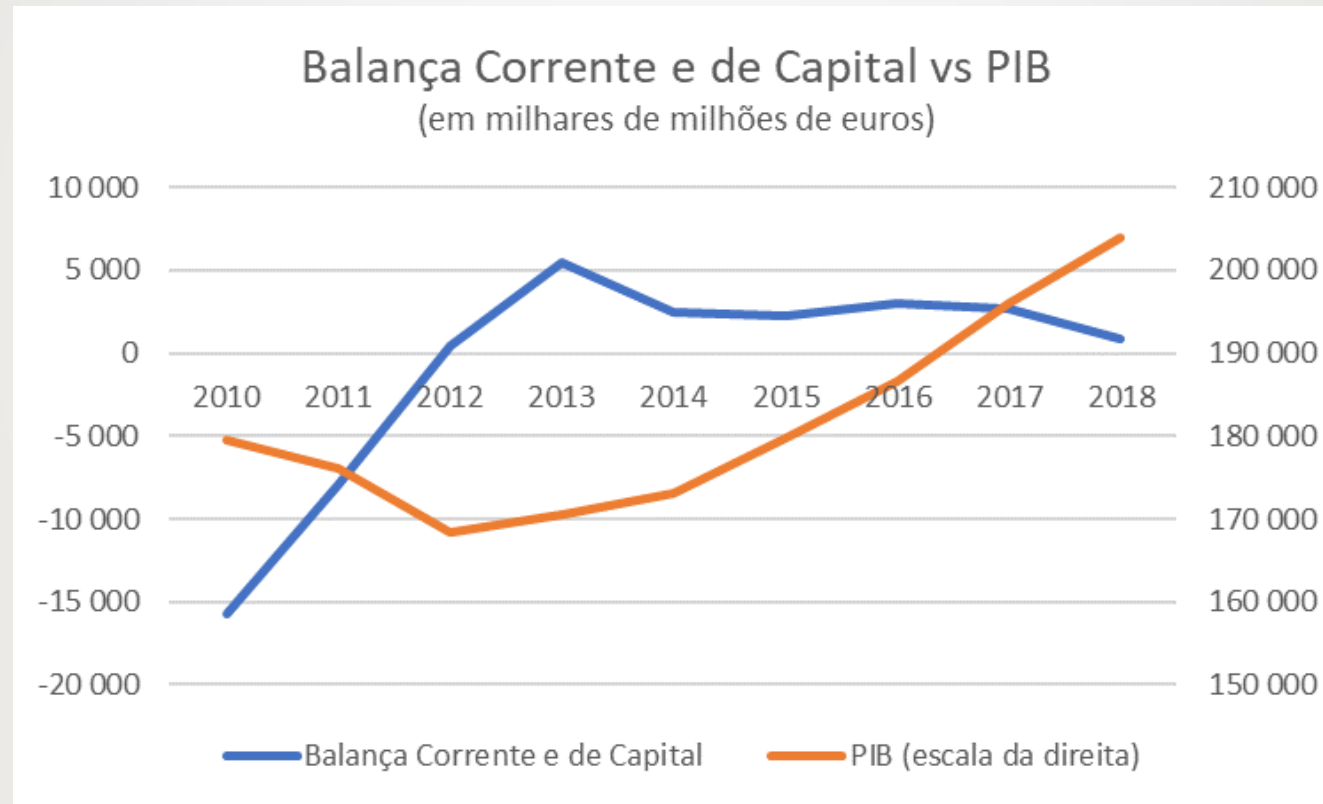
February 2019

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

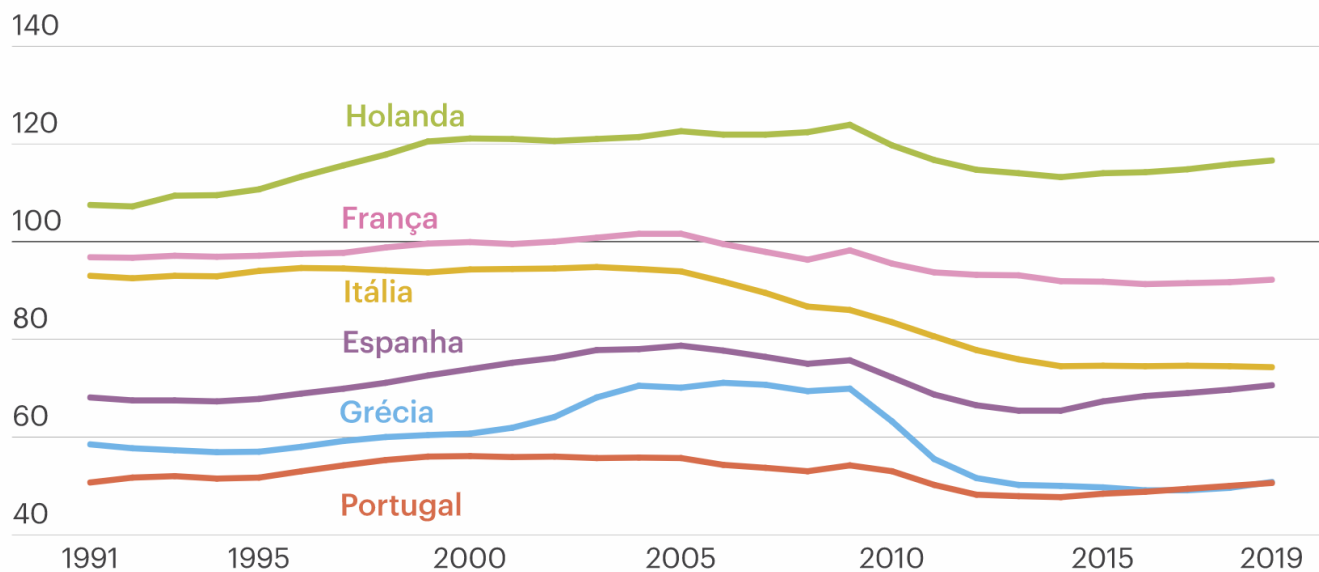
## Consequências:

- 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

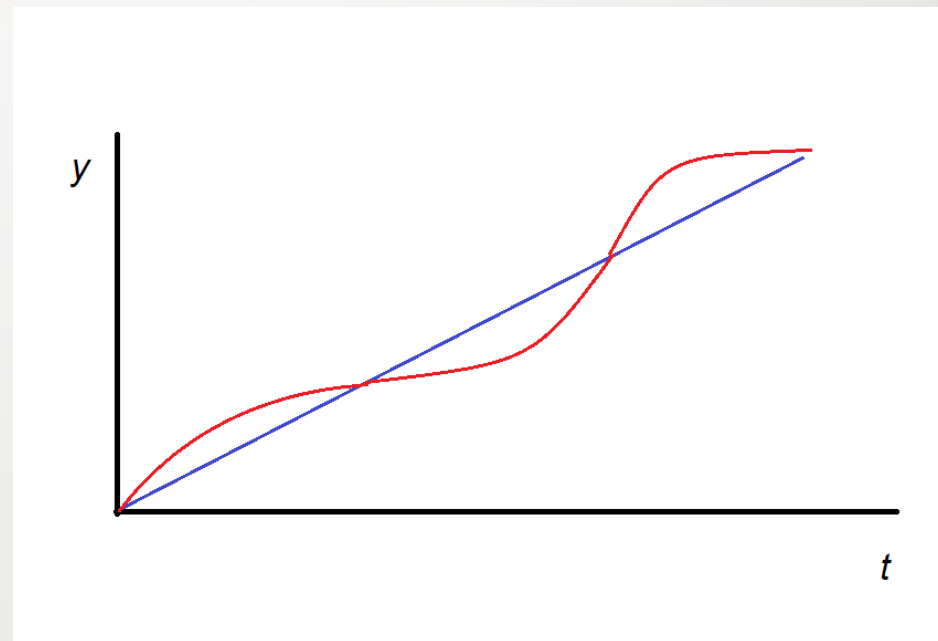
# Conteúdo

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*



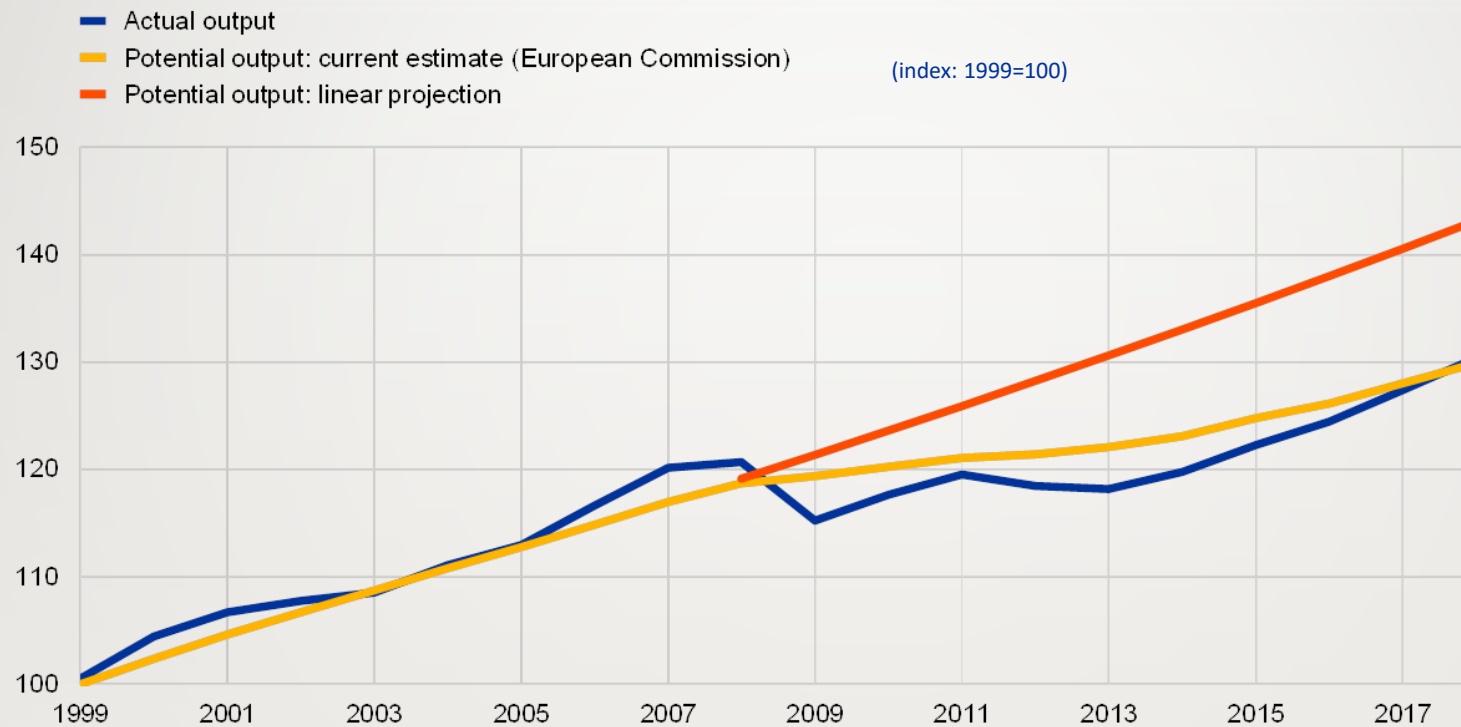
# Tendência de crescimento

- Determinada pelo crescimento da produtividade ou do stock de fatores produtivos
- $Y = f(\tau, K, L)$
- Onde  $\tau$  captura o efeito do crescimento do produto não explicado pelo aumento do stock de capital ( $K$ ) ou de trabalho ( $L$ ), i.e., tecnologia

## 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)



# Reformas estruturais incluem

- Sobretudo mercado de trabalho
- Contestabilidade dos mercados
- Reformas institucionais de acordo com as melhores práticas internacionais (que se acredita promovem mais rápido crescimento de longo prazo) de forma a aumentar a tendência de crescimento
  - Só têm resultados no longo prazo!

# 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

# Balança corrente e de capital

- A identidade contabilística da balança de pagamentos indica-nos que

**NLF (pub+priv)  $\approx$  déficit balança (comercial+rendimentos)+ Outros (i.e., balança corrente e de capital)**

- Esta identidade contabilística deve ser interpretada como uma equação matemática do género

$$3+1=2+2$$

- Ou seja, o déficit do sector público (3) mais as necessidades líquidas de financiamento do sector privado (1) dependem fundamentalmente do déficit da balança comercial (2) e do déficit da balança de rendimentos (2)
  - Significa que não é possível reduzir o déficit público de forma sustentável se não for possível reduzir os termos do lado da direita (déficit da balança comercial e de rendimentos)

# Estados membros devem manter balanças corrente e de capital equilibradas

- Se não o fizerem, stock de dívida externa (ou passivos externo líquido) aumenta
- Défice da balança de rendimento primário
  - Em resultado da despesa com juros
- Pelo que política orçamental está obrigada a reduzir procura agregada de forma a assegurar equilíbrio da balança corrente e de capital
  - Nomeadamente, para países com dívida externa elevada, a assegurar balanças comerciais excedentárias
  - Contudo:
    - Política orçamental ineficaz e ineficiente para corrigir saldo da balança comercial
    - Resto do mundo tem de estar disposto a importar mais
      - i.e., política beggar-thy-neighbour

# 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 alternativa

- de Grauwe:
  - União orçamental
    - i.e., dívida federal, impostos federais
    - Consolidação das dívidas públicas dos estados membros
      - Emissão conjunta de obrigações comuns
      - União Bancária
  - BCE como prestador de último recurso
  - Coordenação das políticas orçamentais e económicas
  - Teoria das uniões monetárias ótimas e união política

# União orçamental

- Orçamentos e dívida dos estados membros devem ser consolidados numa componente central (federal), segundo de Grauwe
- O que requer uma união política



## BCE como emprestador de última instância

- Risco de inflação
- Efeitos orçamentais (ou redistributivos)
- Risco moral



# Perspetiva alternativa

- Não basta união orçamental
  - Na realidade são necessárias transferências orçamentais entre estados membros e dentro destes, de forma a permitir a estados membros registar défices da balança corrente e de capital
    - Isto é, medidas redistributivas
    - Por exemplo, através de contribuições dos estados membros baseadas nos excedentes da balança corrente
  - Transferências, i.e., redistribuição de rendimento é um tópico controverso
    - A nível nacional e a nível internacional

# Transferências orçamentais

- Definidas nos Orçamentos dos Estados aprovados nos parlamentos nacionais
  - Precedente histórico
- Problemática entre estados membros
  - Legitimidade democrática
  - Quais os níveis apropriados de transferências orçamentais?



## Exercício aula

- No atual contexto, a dívida pública portuguesa é sustentável?



# 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](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/>



# Anexo I – Resenha histórica sobre o dólar e o sistema monetário internacional

## Resenha histórica: Século XX\*

- “A recente volatilidade do dólar afigura-se-me mais com o padrão ouro com os copos, do que com a moeda dos meus sonhos gerida de modo ideal.”
- Extracto da carta aberta de John Maynard Keynes ao Presidente dos EUA Franklin D. Roosevelt, publicada no New York Times a 31 de Dezembro de 1933
- O Presidente Roosevelt tomou posse a 4 de Março de 1933, no auge da Grande Depressão.”

\* Texto retirado e adaptado de artigo do docente no jornal Público “O dia em que os EUA reestruturaram a sua dívida”, 18 de Junho de 2018.

## Resenha histórica: Século XX\*

- A 5 de Abril de 1933, o Presidente Roosevelt promulgou uma ordem executiva que obrigou particulares e empresas a entregar quase todo o seu ouro à Reserva Federal até 1 de Maio de 1933, ao preço então em vigor (20,67 dólares por onça), tornando ilegal a sua posse pelo público. Na prática, o governo dos EUA confiscou o ouro detido pela generalidade dos americanos.
- A 5 de Junho de 1933 é aprovada, em sessão conjunta do Senado e Congresso dos EUA, uma resolução que suspende o padrão ouro e altera as cláusulas de todos os contratos de dívida e outros, existentes e futuros, substituindo o pagamento em ouro ou a possibilidade de pagamento em ouro por pagamento em dólares.
  - Até à data as dívidas podiam ser pagas em dólares ou em ouro ao preço em vigor

\* Texto retirado e adaptado de artigo do docente no jornal Público “O dia em que os EUA reestruturaram a sua dívida”, 18 de Junho de 2018.

# Resenha histórica: Século XX





## Resenha histórica: Século XX

- Na segunda metade de 1933, o Governo dos EUA interveio no mercado, adquirindo ouro acima do seu preço legal, recorrendo a um subterfúgio, mas de facto violando a própria lei dos EUA.
- A 30 de Janeiro de 1934, o Presidente Roosevelt promulga a lei da reserva de ouro que torna ilegal a posse de ouro e altera a taxa de conversão do dólar para o ouro de 20,67 dólares por onça para 35 dólares por onça – uma desvalorização de 41,1% do dólar.

## Resenha histórica: Século XX

- De acordo com o professor da Universidade de Cornell, George F. Warren, conselheiro de Roosevelt, cuja reputação científica não ficou para a História, a desvalorização do dólar em relação ao ouro conduziria ao aumento dos preços dos produtos agrícolas, o que seria fundamental para ajudar a salvar agricultores esmagados pelas suas dívidas e, nas palavras de Roosevelt, para “tornar possível o pagamento de dívidas públicas e privadas mais próximo do nível de preços em que foram incorridas”.

## Resenha histórica: Século XX

- Contudo, os contratos de dívida da altura possuíam uma “cláusula do ouro”, que obrigava ao pagamento em moedas de ouro ou o equivalente às moedas de ouro. A Reserva Federal estava ainda obrigada a manter reservas de ouro correspondentes a 40% da moeda emitida (base monetária). Como não possuía reservas de ouro suficientes, não era capaz de aumentar a oferta de moeda para combater os efeitos da Grande Depressão.
- Note-se que, na realidade, a “cláusula do ouro” impedia a desvalorização do dólar face ao ouro não só devido ao requisito das reservas de ouro da Reserva Federal mas também porque resultaria num aumento incontrolável da dívida de privados e sector público.

## Resenha histórica: Século XX

- Note-se que o dólar não perdeu 41% do seu valor entre 1933 e 1934 e que, embora a partir de 1933 tenha deixado de ser legal possuir ou transacionar em ouro nos EUA, estas restrições foram gradualmente revertidas a partir de 1964. O levantamento destas proibições poderá ter reduzido a dimensão das perdas efetivamente sentidas pelos detentores de ouro durante várias décadas nos EUA. Mas apesar do ouro continuar a ser transacionado nos mercados internacionais a preços mais elevados, deixou de existir o referencial de comparação que permitisse aos “lesados do ouro” dos EUA aperceberem-se da dimensão das perdas que lhes foram impostas pelo Congresso e pelo governo dos EUA nos anos 30.

# Estágios no sistema monetário internacional

1. Bimetalismo: Antes de 1875
2. O padrão ouro clássico: 1875-1914
3. O período entre guerras: 1915-1944
  - a) USA: antes de 1933 vs após 1933
  - b) Outros países
4. Bretton Woods I (1944-1971)
5. Bretton Woods II (1971-presente)

# Padrão ouro

- A “taxa de câmbio” do ouro em relação ao dólar manteve-se muito estável ao longo de décadas
- F: <https://onlygold.com/gold-prices/historical-gold-prices/>

## Historical Gold Prices

### Over 200 years of historical annual Gold Prices

Historical Annual Closing Gold Prices Since 1792

1954	\$35.25		1940	\$34.50		1926	\$20.67
1953	\$35.50		1939	\$35.00		1925	\$20.67
1952	\$38.70		1938	\$35.00		1924	\$20.67
1951	\$40.00		1937	\$35.00		1923	\$20.67
1950	\$40.25		1936	\$35.00		1922	\$20.67
1949	\$40.50		1935	\$35.00		1921	\$20.67
1948	\$42.00		1934	\$35.00		1920	\$20.67
1947	\$43.00		1933	\$32.32		1919	\$20.67
1946	\$38.25		1932	\$20.67		1918	\$20.67
1945	\$37.25		1931	\$20.67		1917	\$20.67
1944	\$36.25		1930	\$20.67		1916	\$20.67
1943	\$36.50		1929	\$20.67		1915	\$20.67
1942	\$35.50		1928	\$20.67		1914	\$20.67
1941	\$35.50		1927	\$20.67		1913	\$20.67
1912	\$20.67		1897	\$20.67		1882	\$20.67
1911	\$20.67		1896	\$20.67		1881	\$20.67
1910	\$20.67		1895	\$20.67		1880	\$20.67
1909	\$20.67		1894	\$20.67		1879	\$20.67
1908	\$20.67		1893	\$20.67		1878	\$20.69
1907	\$20.67		1892	\$20.67		1877	\$21.25
1906	\$20.67		1891	\$20.67		1876	\$22.30
1905	\$20.67		1890	\$20.67		1875	\$23.54
1904	\$20.67		1889	\$20.67		1874	\$23.09
1903	\$20.67		1888	\$20.67		1873	\$22.74
1902	\$20.67		1887	\$20.67		1872	\$23.19
1901	\$20.67		1886	\$20.67		1871	\$22.59
1900	\$20.67		1885	\$20.67		1870	\$22.88
1899	\$20.67		1884	\$20.67		1869	\$25.11
1898	\$20.67		1883	\$20.67		1868	\$27.95

# Padrão ouro

- A “taxa de câmbio” do ouro em relação ao dólar manteve-se muito estável ao longo de décadas
- F: <https://onlygold.com/gold-prices/historical-gold-prices/>

## Historical Gold Prices Over 200 years of historical annual Gold Prices

Historical Annual Closing Gold Prices Since 1792

1867	\$27.86		1852	\$20.67		1837	\$21.60
1866	\$28.26		1851	\$20.67		1836	\$20.69
1865	\$30.22		1850	\$20.67		1835	\$20.69
1864	\$47.02		1849	\$20.67		1834	\$20.69
1863	\$31.23		1848	\$20.67		1833	\$19.39
1862	\$27.35		1847	\$20.67		1832	\$19.39
1861	\$20.67		1846	\$20.67		1831	\$19.39
1860	\$20.67		1845	\$20.67		1830	\$19.39
1859	\$20.67		1844	\$20.67		1829	\$19.39
1858	\$20.67		1843	\$20.67		1828	\$19.39
1857	\$20.71		1842	\$20.69		1827	\$19.39
1856	\$20.67		1841	\$20.67		1826	\$19.39
1855	\$20.67		1840	\$20.73		1825	\$19.39
1854	\$20.67		1839	\$20.73		1824	\$19.39
1853	\$20.67		1838	\$20.73		1823	\$19.39
1822	\$19.39		1807	\$19.39		1792	\$19.39
1821	\$19.39		1806	\$19.39			
1820	\$19.39		1805	\$19.39			
1819	\$19.39		1804	\$19.39			
1818	\$19.39		1803	\$19.39			
1817	\$19.39		1802	\$19.39			
1816	\$19.84		1801	\$19.39			
1815	\$22.16		1800	\$19.39			
1814	\$21.79		1799	\$19.39			
1813	\$19.39		1798	\$19.39			
1812	\$19.39		1797	\$19.39			
1811	\$19.39		1796	\$19.39			
1810	\$19.39		1795	\$19.39			
1809	\$19.39		1794	\$19.39			
1808	\$19.39		1793	\$19.39			

# Bretton Woods I

- USD convertível internacionalmente para o ouro (por outros bancos centrais) à taxa 1 onça troy ~ USD 35
- Todas as moedas em regimes de câmbio semi-fixo para o dólar, podendo desvalorizar



# Bretton Woods I

- Bretton Woods I é capaz de manter a paridade do dólar-ouro até 1967
- Mas as tensões começam a ser claras a partir de 1968 e em 1971 Nixon abandona a convertibilidade do ouro para o dólar

## Historical Gold Prices

### Over 200 years of historical annual Gold Prices

Historical Annual Closing Gold Prices Since 1792

Year	Close	% change	Year	Close	% change	Year	Close	% change
			1995	\$387.00	0.98%	1974	\$183.77	72.59%
2015	\$1,060.00	-11.6 %	1994	\$383.25	-2.17%	1973	\$106.48	66.79%
2014	\$1,199.25	-.4%	1993	\$391.75	17.64%	1972	\$63.84	43.14%
2013	\$1,204.50	- 27.6%	1992	\$333.00	-5.71%	1971	\$44.60	14.65%
2012	\$1,664.00	8.68%	1991	\$353.15	-8.56%	1970	\$38.90	-5.12%
2011	\$1,531.00	7.80%	1990	\$386.20	-3.69%	1969	\$41.00	-5.75%
2010	\$1,420.25	30.60%	1989	\$401.00	-2.23%	1968	\$43.50	22.54%
2009	\$1,087.50	25.04%	1988	\$410.15	-15.69%	1967	\$35.50	0.28%
2008	\$869.75	3.97%	1987	\$486.50	24.46%	1966	\$35.40	-0.28%
2007	\$836.50	31.59%	1986	\$390.90	19.54%	1965	\$35.50	0.42%
2006	\$635.70	23.92%	1985	\$327.00	6.17%	1964	\$35.35	0.28%
2005	\$513.00	17.77%	1984	\$308.00	-18.95%	1963	\$35.25	-0.28%
2004	\$435.60	4.40%	1983	\$380.00	-14.99%	1962	\$35.35	-0.42%
2003	\$417.25	21.74%	1982	\$447.00	11.75%	1961	\$35.50	-2.74%
2002	\$342.75	23.96%	1981	\$400.00	-32.76%	1960	\$36.50	3.55%
2001	\$276.50	1.41%	1980	\$594.90	29.61%	1959	\$35.25	0.00%
2000	\$272.65	-6.06%	1979	\$459.00	120.57%	1958	\$35.25	0.00%
1999	\$290.25	0.54%	1978	\$208.10	29.17%	1957	\$35.25	0.14%
1998	\$288.70	0.57%	1977	\$161.10	20.43%	1956	\$35.20	0.14%
1997	\$287.05	-22.21%	1976	\$133.77	-3.96%	1955	\$35.15	-0.28%
1996	\$369.00	-4.65%	1975	\$139.29	-24.20%			

## Bretton Woods II

- Com guerra do Vietnam e “the great society” as reservas de ouro começam a diminuir e os EUA são obrigados a abandonar o padrão ouro
- As moedas nacionais passam a ser fiduciárias e não convertíveis. Dólar e outras moedas adotam fundamentalmente regime de câmbios flexíveis ou regime de câmbios fixos (ou variantes dos dois)



## Anexo II – Análise de sustentabilidade da dívida (Debt sustainability analysis [DSA])

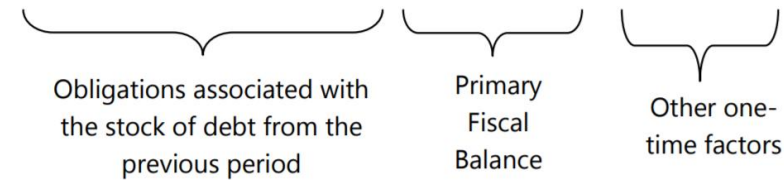
## Annex I. Debt Dynamics

This annex presents the analytical derivation of the evolution of the public debt-to-GDP ratio.

### The level of public debt

The market-access country (MAC) debt sustainability analysis (DSA) framework is based on a general and flexible identity characterizing the evolution of the stock of public debt. In its most basic form, the evolution of public debt can be characterized in the following way:

$$D_{t+1} = \frac{e_{t+1}}{e_t} * (1 + i_{t+1}^f) * D_t^f + (1 + i_{t+1}^d) * D_t^d - (T_{t+1} + G_{t+1} - S_{t+1}) + O_{t+1} + RES_{t+1} \quad (1)$$



Where subscripts refer to time periods and superscript "f", "d", refer to foreign-currency and domestic-currency denominated debt, respectively.

- $D_t^f$  is the stock of foreign currency-denominated debt at the end of period t.
- $D_t^d$  is the stock of local currency-denominated debt at the end of period t.
- $e_{t+1}$  is the nominal exchange rate (LC/USD) at the end of period t+1.
- $i_{t+1}^f$  is the effective nominal interest rate on foreign currency-denominated debt in period t+1.
- $i_{t+1}^d$  is the effective nominal interest rate on local currency-denominated debt in period t+1.
- $T_{t+1}$  is total public sector revenues in local currency (LC) in period t+1.
- $G_{t+1}$  is total grants to the public sector in local currency (LC) in period t+1.
- $S_{t+1}$  is public expenditures excluding interest payments in local currency (LC) in period t+1.
- $O_{t+1}$  is other identified debt-creating flows in period t+1. These are flows having an impact on the level of debt that are not captured by the public sector fiscal balance. They include items such as: (i) privatization receipts; (ii) recognition of contingent liabilities; (iii) debt relief; and (iv) other specific items such as bank recapitalization.
- $RES_{t+1}$  is a residual ensuring that the identity holds. In order to minimize the residual the user should ensure that there is consistency between the definition of the stock and flow variables.

- Equação da dinâmica da dívida, para países com acesso aos mercados e com componente da dívida pública denominada em moeda doméstica e outra denominada em moeda estrangeira

F: FMI (2013) "PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS IN MARKET-ACCESS COUNTRIES", Staff Guidance Note, p.39

# Análise de sustentabilidade da dívida

- Se a dívida for denominada exclusivamente em moeda doméstica e se se ignorarem despesa que entra diretamente para a dívida (e.g., injeções de capital), a expressão simplifica para
- $D_{t+1} = (1 + i_{t+1}) * D_t + (T_{t+1} - G_{t+1} + IO_{t+1})$
- Onde,  $G_{t+1}$  é a despesa pública total e  $IO_{t+1}$  é a despesa pública com juros, i.e.,  $(T_{t+1} - G_{t+1} + IO_{t+1})$  é o saldo orçamental primário no ano  $t+1$ .

## *Long-run debt levels*

The underlying concept for the long-run debt hinges on the partial equilibrium framework. To operationalize this concept, (i) expected future primary fiscal balances are approximated by their average over the sample period; and (ii) future interest rates and growth are also assumed to equal their historical averages. The formula assuming a constant path for these variables is as follows:

$$d^* = \frac{p}{r - g}$$

where  $d^*$  is long-run level of debt,  $p$  is historical average primary balance,  $r$  is historical average interest rate, and  $g$  is historical average GDP growth rate.

The long-run debt level is estimated on average at 58 percent of GDP. Following the work by Ostry et al (2010), the discount rate is also calculated based on the average projected interest rate in the WEO, yielding the long-run debt level of 49 percent of GDP, on average. The results are however sensitive to macroeconomic assumptions.