

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A mobilidade de pessoas como mecanismo de absorção de choques assimétricos na Zona do Euro

SÉRGIO AUGUSTO COUTINHO PONTES

Matrícula nº: 117280638

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

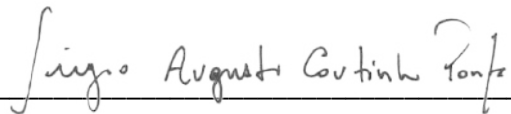
ABRIL 2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A mobilidade de pessoas como mecanismo de absorção de choques assimétricos na Zona do Euro



SÉRGIO AUGUSTO COUTINHO PONTES

Matrícula nº: 117280638

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

ABRIL 2020

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este trabalho a Sérgio Pontes, meu pai

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu pai Sérgio, à minha mãe Maria Leonarda e à minha irmã Natália, pela presença e apoio incondicional. E por sempre priorizarem minha formação e meu futuro.

Aos meus avós, Maria Augusta e Augusto, e às minhas tias, Fátima e Maximiana, por estarem sempre presentes e contribuindo imensamente para meu desenvolvimento pessoal.

Ao meu orientador, Antonio Licha, pela disponibilidade, conhecimento e conselhos que aprimoraram esta monografia.

Agradeço também aos grandes amigos que estiveram ao meu lado, dos tempos de escola à graduação. Nomeadamente, agradeço àqueles cujas conversas contribuíram diretamente para este trabalho: Bernardo Esteves, Luan Mateus, Lucas Foffano, Matheus Leal e Pedro Gesteira.

Por fim, sou grato a todos que, de alguma forma, tornaram possível a realização deste trabalho.

RESUMO

A MOBILIDADE DE PESSOAS COMO MECANISMO DE ABSORÇÃO DE CHOQUES ASSIMÉTRICOS NA ZONA DO EURO

Este trabalho tem como objetivo avaliar o papel da livre mobilidade de pessoas, como mecanismo de absorção de choques assimétricos na Zona do Euro, durante os choques da Crise da Dívida Soberana. Sob a ótica da Teoria das Zonas Monetárias Ótimas, a mobilidade do fator trabalho pode promover os ajustes macroeconômicos necessários frente a choques assimétricos em uma união monetária e, simultaneamente, minimizar a perda de bem-estar econômico. No estudo, buscou-se mostrar de que forma a heterogeneidade econômica dos Estados-membros da Zona do Euro foi responsável por tais choques e pela consequente necessidade de ajuste. Para avaliar o papel da mobilidade nesse ajuste, foi feita uma análise, qualitativa e comparativa, de dados de migração dentro da União Europeia, bem como do perfil emigratório dos quatro países mais afetados pela crise – Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. Os dados de migração dentro da União Europeia sugerem que a mobilidade de pessoas tem aumentado gradualmente ao longo da última década, mas ainda é baixa. Sugerem ainda que a dinâmica migratória dos países mais atingidos reagiu aos choques assimétricos por eles sofridos. Entretanto, a magnitude desta reação parece não ser suficiente para exercer os ajustes macroeconômicos necessários. Além disso, uma análise do perfil emigratório de Espanha, Grécia e Irlanda mostra que, em média, metade do fluxo emigratório desses países tem como destino um país de fora da Europa. Sendo assim, não se trata apenas da magnitude da mobilidade, mas também do perfil de destino dos fluxos emigratórios. A partir dessas análises, argumenta-se que a mobilidade dentro da UE é um mecanismo de ajuste subutilizado na Zona do Euro.

Palavras-chave: zonas monetárias ótimas, mobilidade do fator trabalho, Zona do Euro, ajuste macroeconômico.

ABSTRACT

LABOUR MOBILITY AS AN ABSORPTION MECHANISM TO ASSYMMETRIC SHOCKS IN THE EURO AREA

The present study aims to evaluate the role of free movement of labour as an absorption mechanism to asymmetric shocks in the Euro Area, during the Sovereign Debt Crisis. Under the Optimum Currency Area framework, labour mobility can provide the required macroeconomic adjustments to asymmetric shocks in a monetary union and, simultaneously, minimize the loss of economic welfare. The study shows in which ways the economic heterogeneity of the Euro Area member states are responsible for such shocks and the consequent need for adjustment. In order to evaluate the role of labour mobility in the adjustment process, the study provides a qualitative and comparative analysis of the intra-EU migration data, as well as an emigration profile analysis of the four countries most affected by the crisis – Spain, Greece, Ireland and Portugal. Intra-EU migration data suggests that labour mobility has slowly increased during the last decade, but its levels are still low. Data also suggests that migration dynamics of the most affected countries reacted to the asymmetric shocks. However, the magnitude of this reaction does not seem to be relevant enough to provide the necessary macroeconomic adjustments. Besides, an emigration profile analysis for Spain, Greece and Ireland shows that, in average, almost half of their labour outflow does not have an European country as their main destination. Therefore, not only is it a matter of magnitude, but also a matter of outflow destination profile. Based on these analysis, it is argued that intra-EU mobility is an underused adjustment mechanism in the Euro Area.

Keywords: optimum currency areas, labour mobility, Euro Area, macroeconomic adjustment.

SUMÁRIO

Introdução.....	9
Capítulo I – Teoria das Zonas Monetárias Ótimas: uma revisão da literatura.....	11
1.1 Câmbio fixo x câmbio flexível: a origem do debate.....	11
1.2 Modelo de Mundell.....	13
1.3 Benefícios econômicos da união monetária.....	15
1.3.1 Redução de custos de transação.....	15
1.3.2 Eliminação da incerteza quanto à volatilidade cambial.....	16
1.3.3 Estabilidade e transparência de preços.....	16
1.3.4 Eliminação de depreciações competitivas.....	17
1.4 Custos econômicos da união monetária.....	17
1.5 Assimetria de choques.....	18
1.6 Mecanismos de ajuste macroeconômico.....	21
Capítulo II – Processo de integração europeu.....	24
2.1 Economia política da União Monetária Europeia.....	24
2.2 Critérios de convergência do Tratado de Maastricht.....	27
2.2.1 Estabilidade (convergência) de preços.....	27
2.2.2 Finanças públicas equilibradas.....	28
2.2.3 Estabilidade de taxas de câmbio.....	31
2.2.4 Durabilidade da convergência.....	32
2.3 Livre mobilidade de pessoas e o Espaço Schengen.....	34
Capítulo III – Mobilidade de pessoas na Zona do Euro: um mecanismo de ajuste subutilizado.....	37
3.1 Choques assimétricos na Zona do Euro.....	37
3.2 Ajuste macroeconômico: <i>internal devaluation</i>	40
3.3 Mobilidade de pessoas na Europa.....	45

Conclusão	54
Referências Bibliográficas	56

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Taxa anual de inflação (%).....	28
Figura 2 – Resultado fiscal (% do PIB)	30
Figura 3 – Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	31
Figura 4 – <i>Spread</i> de inflação em relação à Alemanha (%).....	38
Figura 5 – Saldo de Transações Correntes (milhões de Euros).....	39
Figura 6 – <i>Spread</i> de inflação em relação à Alemanha (%).....	41
Figura 7 – Custo Unitário do Trabalho (Base = 2012)	42
Figura 8 – Saldo de Transações Correntes (milhões de Euros).....	43
Figura 9 – Nacionais da EU/ <i>EFTA</i> residentes em outros países da EU/ <i>EFTA</i> (% da PIA).....	47
Figura 10 – Estoque de nacionais residentes em outros países da EU/ <i>EFTA</i> (% da PIA).....	48
Figura 11 – Perfil emigratório dos países selecionados: aberturas por cidadania	50
Figura 12 – Perfil emigratório dos países selecionados: aberturas por país de destino	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Taxa de juros de longo prazo (% a.a.)	33
Tabela 2 – Taxas anuais de desemprego e variação do PIB.....	44
Tabela 3 – Taxa média de imigração líquida (%).....	49

INTRODUÇÃO

O Euro é um projeto sem precedentes. Ao adotar a moeda única, os países europeus abriram mão de um dos maiores símbolos de identidade e soberania nacionais que um país pode ter: a emissão de uma moeda própria. Essa decisão tinha alguns objetivos: buscava consolidar de maneira irrevogável o projeto de integração do continente europeu, estabelecia um símbolo da identidade europeia, e reduzia a vulnerabilidade em relação ao dólar e à hegemonia americana sobre o sistema monetário internacional.

Durante quase três décadas, os países europeus se empenharam em encontrar a maneira mais eficiente de introduzir a nova moeda única. Ao longo desse período, iniciado nos anos 1970, diversos choques puseram em cheque a estabilidade cambial entre os países europeus e o projeto do Euro. Concomitantemente a esses choques, os países interessados incorriam em duras reformas para atingirem um maior grau de harmonização e convergência econômica, bem como de integração dos mercados de bens, serviços, capitais e trabalho.

A União Monetária Europeia entrou em operação em 1999. Já em 2002, apenas papel-moeda denominado em Euro circulava nos doze Estados-membros originais da Zona do Euro. A entrada de novos Estados-membros na União Europeia, em 2004 – que naquele momento se expandia para o leste europeu e outros países periféricos – resultou na expansão também da Zona do Euro que, atualmente, é composta de dezenove países. De uma maneira geral, os primeiros anos do século XXI foram marcados pela prosperidade da nova moeda e da grande maioria de seus Estados-membros. Durante esse período, os países periféricos originais, bem como os novos membros, deram continuidade ao processo de convergência econômica em relação aos países centrais mais ricos.

A moeda única enfrentou seu primeiro período de adversidade com a eclosão da crise financeira de 2008. Os anos seguintes à crise foram marcados por fortes divergências na performance dos principais indicadores macroeconômicos dos Estados-membros da Zona do Euro. As divergências macroeconômicas observadas nesse período foram resultado direto de choques assimétricos. Choques esses causados por desequilíbrios internos a união monetária e, que, por muitos anos, haviam sido negligenciados por governos e investidores. Tais desequilíbrios se acumularam e a crise financeira de 2008 acabou por torná-los insustentáveis, culminando na crise da dívida soberana, entre 2011 e 2014.

Diversos indicadores deixavam claras tais divergências. Os dados de atividade e crescimento do produto mostravam que os países centrais rapidamente voltaram a apresentar trajetórias de crescimento econômico sustentado. Já os países periféricos passaram por anos de profunda recessão ou, pelo menos, de crescimento anêmico. As discrepâncias desses indicadores era observada também naqueles referentes ao mercado de trabalho. Mesmo com aumento de desemprego generalizado decorrente da crise de 2008/2009, países da Europa central como Alemanha, Holanda e Áustria retornaram rapidamente para taxas de desemprego abaixo de 5%. Por outro lado, países periféricos como Espanha e Grécia apresentavam taxas de desemprego que superavam 25%, e continuam operando com taxas de dois dígitos até os dias de hoje. A falta de sincronia de ciclos econômicos vivenciada nesse período impactou diretamente a eficácia da política monetária comum e a eficiência de seus canais de transmissão.

A gravidade dos choques que atingiram os países periféricos pôs à prova a integridade do Euro e sua capacidade de ajuste a tais choques. O custo social para realizar os ajustes necessários foi alto. À primeira vista, parece ter havido, por parte dos idealizadores do Euro, negligência também em relação à importância dos mecanismos de ajuste capazes de absorver os choques assimétricos que a união monetária viria a sofrer.

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho de conclusão de curso é avaliar o papel da mobilidade do fator trabalho como mecanismo de ajuste macroeconômico na absorção de choques assimétricos na Zona do Euro.

Para uma melhor estruturação da análise, este trabalho está dividido conforme segue. No capítulo inicial, é apresentada uma revisão da literatura teórica que permite explicar a racionalidade que embasa a mobilidade do fator trabalho como mecanismo de ajuste macroeconômico. O segundo capítulo busca expor de maneira detalhada o processo histórico de integração europeu – abordando desde os esforços de convergência econômica até a expansão do direito à livre circulação de pessoas entre os Estados-membros. No terceiro capítulo, é feita uma análise de dados, tanto para evidenciar os desequilíbrios internos que levaram aos choques assimétricos, quanto para enfim avaliar o ajuste exercido pela mobilidade de pessoas. Esta avaliação se dá através de uma análise, qualitativa e comparativa, de dados de migração dentro da União Europeia, bem como do perfil emigratório dos quatro países mais afetados pela crise – Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. Por fim, as considerações finais ressaltando as principais conclusões deste estudo.

CAPÍTULO I - TEORIA DAS ZONAS MONETÁRIAS ÓTIMAS: UMA REVISÃO DA LITERATURA

Neste primeiro capítulo, busca-se revisar o arcabouço teórico que relaciona mobilidade de pessoas e ajuste macroeconômico. A literatura utilizada está inserida na Teoria das Zonas Monetárias Ótimas (ou *Optimum Currency Areas (OCA)*, em inglês), introduzida em 1961 por Robert Mundell e aprimorada por outros autores, como McKinnon (1963), Kenen (1969). Inicialmente, apresenta-se a origem do debate acerca dos regimes cambiais. Descreve-se brevemente o modelo teórico estabelecido em Mundell (1961) e o processo de ajuste macroeconômico em cada um dos regimes. Para uma análise mais detalhada a respeito do regime de câmbio fixo, este capítulo também discute os benefícios e custos econômicos de uma união monetária. Por fim, é estabelecido quais condições econômicas e mecanismos de ajuste devem estar presentes em uma união monetária a fim de minimizar a assimetria de choques e facilitar o processo de ajuste.

1.1 CÂMBIO FIXO X CÂMBIO FLEXÍVEL: A ORIGEM DO DEBATE

Os regimes de câmbio fixo e câmbio flutuante apresentam vantagens e desvantagens particulares e requerem diferentes mecanismos de ajuste frente a choques exógenos. A Teoria das Zonas Monetárias Ótimas (*OCA*) discorre sobre os ajustes macroeconômicos no âmbito do câmbio fixo. Tendo em vista que esta será apresentada de forma mais detalhada à frente, é válido neste momento, analisar o funcionamento teórico do regime de câmbio flexível, bem como suas vantagens e desvantagens.

Friedman (1953b), Johnson (1969) destacam que o argumento em favor de taxas de câmbio flexíveis deriva da noção de que o mercado de câmbio estabelecerá o preço que equilibra quantidades demandada e ofertada de uma moeda. Qualquer desequilíbrio resultante de um choque exógeno seria “automaticamente” corrigido. Sob a ótica de contas externas, Mundell (1961) destaca que, em um cenário de desequilíbrio do balanço de pagamentos, um sistema de taxas de câmbio flexíveis oferece a possibilidade de depreciação caso o balanço externo esteja deficitário; e apreciação, caso se encontre superavitário. Tais movimentos ajustariam preços relativos e reequilibrariam o balanço.

O regime de câmbio flexível está associado a duas principais vantagens que são de extrema importância para a discussão subsequente. Tais vantagens são: a rápida capacidade de ajuste e a independência de política monetária. Apesar dessas vantagens, a discussão acerca de

qual regime cambial a ser adotado está também diretamente ligada às desvantagens de cada regime e quais características as tornam observáveis ou não.

De maneira geral, os questionamentos ao regime de câmbio flexível se referem à excessiva volatilidade da taxa de câmbio. Defensores desse regime tendem a minimizar o componente de especulação no mercado de câmbio. Enfatizam a flutuação cambial com base em fundamentos econômicos. Para Johnson (1969), “uma taxa de câmbio flexível tenderia a permanecer constante enquanto as condições econômicas permaneçam constantes, (...) desvios aleatórios em torno da taxa de câmbio de equilíbrio estariam limitados a operações de especuladores privados”.

No entanto, Friedman (1953b) e Dornbusch (1976) sugerem a possibilidade de haver *overshootings* cambiais - fenômeno no qual a variação inicial da taxa de câmbio seria maior do que aquela necessária para o ajuste macroeconômico. Frequentes *overshootings* cambiais resultariam em taxas de câmbio voláteis. É importante frisar que não se trata de discutir se a volatilidade da taxa de câmbio é baixa ou alta, mas sim de debater se é maior do que o necessário para realizar eventuais ajustes em direção a um novo equilíbrio (FRANKEL; ROSE, 1996). A questão é tentar avaliar a magnitude dos impactos da volatilidade cambial sobre custos de produção, inflação e resultados contábeis de governos e empresas. É avaliar sob quais condições os impactos da volatilidade cambial se tornam um vetor de desequilíbrio.

Eichengreen e Hausmann (1999) argumentam que variações cambiais podem ocasionar resultados perversos sobre os balanços contábeis de empresas e governos de países nos quais o mercado financeiro local seja incompleto¹. Nesses países, empresas e governos apresentam boa parte de seus passivos denominados em moeda estrangeira. Uma súbita depreciação cambial elevaria repentinamente seus passivos, levantando dúvidas quanto às suas capacidades de solvência². Towbin e Weber (2001) destacam que o aumento do passivo pressiona o fluxo de caixa futuro de empresas e, conseqüentemente, reduz seus valores presentes. Tal redução limita a capacidade de obter financiamento no mercado de crédito e resulta em menores níveis de investimento e produção.

¹ Tal incompletude se origina do fato de os agentes econômicos não poderem se endividar em moeda doméstica, mesmo que internamente.

² Vale ressaltar que um país cujos passivos externos são denominados em moeda estrangeira é, por definição, incapaz de se proteger de variações cambiais via operações de *hedge* cambial.

Outro aspecto determinante está associado ao nível de preços. Woo (1984) define diferentes canais, através dos quais, variações na taxa de câmbio impactam significativamente o nível de preços. O mais comum desses canais seria o das importações - depreciações cambiais bruscas tendem a encarecer tais produtos. Potenciais mudanças no nível de preços podem também ser verificadas via cadeias de comércio. Dependendo do multiplicador de comércio exterior na função de demanda agregada, mudanças na taxa de câmbio podem ter impacto negativo no produto e na taxa de inflação.

1.2 MODELO DE MUNDELL

Estabelecidas as vantagens e desvantagens do regime de câmbio flexível, é conveniente apresentar os questionamentos de Robert Mundell neste debate. Mundell (1961) propõe os seguintes questionamentos: 1) todas as regiões monetárias devem adotar taxas de câmbio flexíveis entre si? 2) qual seria o domínio territorial ideal de uma região monetária? 3) e se os limites territoriais de determinado país não coincidirem com os limites territoriais de uma zona monetária ótima?

Antes de analisar as possíveis respostas, convém definir alguns conceitos introduzidos pela Teoria das *OCA*. Em relação ao conceito de região monetária, Mundell (1961) a define como uma região na qual as taxas de câmbio são estritamente fixas. É formada por quaisquer duas ou mais regiões territoriais que utilizem a mesma moeda. O termo “zona monetária ótima” deriva diretamente do conceito anterior mas é passível de diferentes interpretações, dado que sua definição geográfica tem caráter abstrato. Neste trabalho, entende-se por “zona monetária ótima”, a região territorial cujas características internas promovam o maior bem-estar possível ao utilizar a mesma moeda. Conforme definido por McKinnon (1963),

‘Ótima’ é usado para descrever uma região de moeda única, dentro da qual, políticas fiscais e monetárias e, taxas de câmbio externas flexíveis, podem ser usadas para alcançar a melhor combinação de três objetivos: manutenção do pleno emprego; equilíbrio no balanço de pagamentos; estabilidade no nível interno de preços.

Assim, uma “zona monetária ótima” representaria uma região que não é nem tão pequena e aberta a ponto de ser mais eficiente formar uma união monetária com uma região vizinha e nem tão grande a ponto de ser mais eficiente dividi-la em sub-regiões com diferentes moedas (FRANKEL; ROSE, 1996).

Apresentados estes conceitos, a discussão do modelo de Mundell se torna mais bem estruturada. Mundell (1961) estabelece um modelo de economia aberta composto por apenas

dois países, país A e país B. Inicialmente, a economia se encontra em equilíbrio. Ambos os países experimentam pleno emprego e equilíbrio no balanço de pagamentos. O modelo tem características neokeynesianas, se utilizando da hipótese de Curva de Phillips decrescente, não somente no curto prazo, como também no longo prazo (HORVATH; KOMAREK, 2002).

Em um cenário de câmbio flexível, o ajuste macroeconômico descrito por Mundell (1961) é dado integralmente através de variações na taxa de câmbio. Ao assumir um choque exógeno assimétrico³, que desloque demanda do país A para o país B, tal deslocamento provocaria déficits no balanço comercial de A e superávits em B. Tal choque resultaria também em pressões inflacionárias em B e desemprego acima da taxa natural em A. Em um cenário de câmbio flexível - sem qualquer tipo de intervenção monetária ou fiscal - a própria dinâmica comercial entre o país A e o país B depreciaria a taxa de câmbio de A em relação a B (e apreciaria de B em relação ao país A). O movimento cambial levaria a um ganho de competitividade para a produção de A e a uma perda de competitividade para a produção de B. O ajuste de preços relativos entre A e B seria “instantâneo”, o que reverteria o deslocamento de demanda do país A para B e retornaria o balanço comercial ao equilíbrio. No evento de um choque assimétrico sobre A ou B, a taxa de câmbio flexível corrige o desequilíbrio externo de forma a minimizar o desemprego em um e a inflação em outro.

Quando se considera o mesmo choque exógeno e assimétrico descrito no parágrafo anterior, desta vez sob um regime de câmbio fixo, o ajuste macroeconômico seria mais lento do que aquele apresentado sob um regime de câmbio flexível. Da mesma forma que no parágrafo anterior, o choque resultaria em pressões inflacionárias em B e taxa de desemprego acima da taxa natural em A. Em um cenário de câmbio fixo - sem qualquer tipo de intervenção fiscal ou monetária e tudo mais permaneça constante - o ajuste seria feito através do nível de preços. Na impossibilidade de movimentos cambiais, os desequilíbrios permaneceriam até que a inflação em B fosse suficiente para encarecer a produção de B em relação a A. Ou até que o desemprego em A reduzisse salários a ponto de baratear a produção de A em relação a B. Conjuntamente, esses movimentos restabeleceriam os preços relativos que garantiam o equilíbrio antes do choque.

³ Um choque assimétrico é um choque que não atinge todas as regiões de maneira uniforme (simétrica). A necessidade de ajuste macroeconômico deriva justamente da assimetria do choque. Um choque uniforme (simétrico) não alteraria a posição relativa de cada região, logo não haveria necessidade de ajuste.

Baseando-se somente nos dois cenários apresentados, é razoável afirmar que o regime de câmbio flexível seria teoricamente preferível ao regime de câmbio fixo ao promover os ajustes necessários frente a choques exógenos assimétricos.

No entanto, o mecanismo de ajuste via câmbio flexível não apenas desconsidera seus possíveis efeitos, como também assume uma hipótese implícita de que os choques serão assimétricos entre as regiões, porém simétricos dentro de cada região. Mundell (1961) sugere a possibilidade de haver choques que afetem apenas parte de uma região monetária e parte de outra, sem necessariamente afetar uma delas de forma integral. O território de impacto do choque, muitas vezes, não se restringe aos limites territoriais de cada país (ex.: um choque poderia afetar a parte norte do país A e do país B, sem afetar as outras regiões de A e B). Nesse cenário, qualquer tentativa de estimular (ou desestimular) a parcela territorial afetada por um choque negativo (ou positivo), implicaria um estímulo (ou desestímulo) a todo território de A ou todo território de B. Seria possível minimizar o desemprego (ou inflação) na região afetada pelo choque, mas somente às custas de inflação (ou desemprego) no restante do país. Desemprego e inflação não seriam eliminados simultaneamente. Dessa forma, Mundell (1961) demonstra que o regime de câmbio flexível seria incapaz de promover o ajuste adequado de retorno ao equilíbrio e, portanto, “não seria necessariamente preferível ao regime de câmbio fixo”.

Como todas as decisões econômicas, a escolha de um regime cambial tem, como característica inerente, uma avaliação de *trade-off* e maximização de bem-estar. Até este ponto do trabalho, o regime de câmbio fixo foi abordado apenas sob a ótica do ajuste macroeconômico frente a choques. Assim, convém apresentar também os custos e benefícios econômicos de uma união monetária sob aspectos que estão além do câmbio como um mecanismo de ajuste.

1.3 BENEFÍCIOS ECONÔMICOS DA UNIÃO MONETÁRIA

1.3.1 Redução de custos de transação

Um primeiro benefício é a eliminação de custos de transação. Diferentes moedas geram custos cambiais nas mais diferentes transações, desde trocas comerciais à burocracia contábil e tributária de empresas. Tais custos representam um peso-morto para a sociedade de uma maneira geral (VIÑALS, 1994). A eliminação de custos de transação promoveria ganhos através de maiores fluxos comerciais entre os membros da união monetária e maior eficiência empresarial.

McCallum (1995) mostra que, províncias distantes no Canadá são mais integradas economicamente⁴ entre si, do que com estados americanos com os quais fazem fronteira. Para Frankel e Rose (1996), esse fenômeno deriva da utilização de uma mesma moeda entre as provinciais canadenses e da consequente ausência de custos de transação. Embora McCallum (1995) chame atenção também para o impacto de fronteiras nacionais nesse processo, o uso de uma moeda única é um fator determinante para a elevada integração comercial entre as províncias.

1.3.2 Eliminação da incerteza quanto à volatilidade cambial

Outro ponto é a eliminação da incerteza inerente à volatilidade cambial. Viñals (1994) argumenta que a incerteza quanto ao câmbio é precificada na taxa de juros real de cada país. A eliminação da incerteza reduziria a zero o prêmio de risco associado ao câmbio. A taxa de juros real apresentaria uma queda de igual magnitude, o que promoveria maior investimento e fortaleceria a atividade produtiva. Outro canal pelo qual essa relação pode ser verificada é o canal do comércio. Frankel e Rose (1998) e Rose e van Wincoop (2001) mostram evidências de que a redução da variação cambial tem impacto positivo sobre o comércio exterior.

Por outro lado, Frankel e Rose (1996) minimizam o impacto da incerteza cambial sobre a atividade econômica. Argumentam que, na prática, embora haja incerteza, o risco inerente à ela pode ser protegido através de operações de *hedge*, embora tais operações impliquem em um custo adicional. Ricci (1997) apresenta ainda uma crítica de cunho mais teórico. Partindo de um modelo de equilíbrio geral, a taxa de câmbio se torna uma variável endógena do modelo e, portanto, eliminar a volatilidade da variável “taxa de câmbio” não eliminaria a volatilidade do modelo. Essa apenas seria refletida em outra variável, afetando negativamente a atividade econômica. Embora haja sentido teórico-econômico nas posições apresentadas, ainda não é empiricamente clara a real relação entre incerteza cambial e atividade produtiva.

1.3.3 Estabilidade e transparência de preços

Um terceiro aspecto se refere à estabilidade no nível de preços. Uniões monetárias, tendem a apresentar bancos centrais independentes, por se tratarem de instituições supranacionais. Por não estar alinhado a nenhum governo nacional, o banco central tem um único mandato: o de buscar uma meta de inflação pré-estabelecida. A independência

⁴ Em termos de *quantum* comercializado.

institucional do banco central eliminaria qualquer viés político-inflacionário⁵. Países com histórico inflacionário importariam credibilidade ao aderir a um banco central supranacional. A estabilidade de preços, ao reduzir distorções, tornaria mais eficiente a alocação de recursos e promoveria crescimento econômico sustentado (VIÑALS, 1994). Além disso, a expressão de valores em uma única moeda, sem a possibilidade de depreciações competitivas, permite uma maior transparência de preços entre os membros da união monetária. Uma moeda única permite uma melhor comparação de preços por parte de produtores e consumidores. Nesse sentido, maior transparência de preços contribui também para a homogeneização do nível de preços.

1.3.4 Eliminação de depreciações competitivas

Destaca-se ainda a eliminação de desvalorizações cambiais competitivas como um quarto benefício. O termo se refere à prática de desvalorização cambial manipulada com o propósito de alterar os termos de troca e ganhar competitividade em relação aos demais países. Beetsma e Giulodori (2010) mostram que, no curto prazo, tal política pode proporcionar resultados econômicos positivos para cada país. No entanto, assumindo que os demais países “revidarão” para anular suas respectivas perdas, o resultado se resume a taxas de inflação mais altas acompanhadas de nenhum ganho para a atividade econômica. O novo equilíbrio proporcionaria um nível de bem-estar menor quando comparado ao equilíbrio sem a prática de desvalorizações competitivas. Na impossibilidade de ajuste competitivo via depreciação cambial, estes devem ser feitos no âmbito real.

É possível resumir os benefícios citados em três categorias: benefícios oriundos de crescente estabilidade macroeconômica - como estabilidade de preços; benefícios resultantes de ganhos de eficiência microeconômica – via maior transparência de preços; e benefícios provenientes de efeitos externos positivos – através da redução de custos de transação.

1.4 CUSTOS ECONÔMICOS DA UNIÃO MONETÁRIA

Os principais custos de uniões monetárias estão relacionados às vantagens do regime de câmbio flexível. Eles se resumem a: perda de independência na condução de política monetária⁶ e perda do câmbio flexível como um mecanismo de ajuste à choques assimétricos (VIÑALS, 1994).

⁵ Ver Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983) e Rogoff (1985).

⁶ Partindo da hipótese de que não há controle de capitais.

No que tange a perda do câmbio flexível como mecanismo de ajuste, o custo deriva da incapacidade de reequilibrar rapidamente os preços relativos após um choque assimétrico, dada alguma rigidez de preços e salários. Um regime de câmbio fixo requer, portanto, outros mecanismos de ajuste que substituam o câmbio flexível. Estes mecanismos serão abordados mais adiante neste capítulo.

A perda de política monetária, por sua vez, está diretamente ligada ao Triângulo de Impossibilidades (ou “Trilema”) de Mundell-Fleming. Pelo “Trilema” de Mundell-Fleming, uma economia aberta é incapaz de manter, simultaneamente, taxa de câmbio fixa, livre circulação de capitais e independência de política monetária. Assumindo que capitais circulem livremente, um país deve “escolher” entre possuir autonomia sobre sua política monetária ou adotar um regime de câmbio fixo.

Horvath e Komarek (2002) destacam, no entanto, que tal custo é menos significativo para economias pequenas e abertas. Estas, muitas vezes, apresentam ciclos econômicos com forte correlação com o de seus principais parceiros comerciais e, portanto, a política monetária do país central estará alinhada às suas próprias necessidades de política. Dessa forma, pequenas economias abertas fixam sua taxa de câmbio a de seu principal parceiro para obter ganhos comerciais com a eliminação de custos de transação, mas sem necessariamente sofrer o revés mencionado acima.

Infere-se aqui uma noção importante em relação aos custos de uma união monetária. Tais custos serão tão menores quanto menos assimétricos forem os choques e mais correlacionados forem os ciclos. Quanto menos assimétricos forem os choques, menores serão os desequilíbrios internos da região monetária e, conseqüentemente, menor será a necessidade de ajuste de preços relativos.

1.5 ASSIMETRIA DE CHOQUES

Horvath e Komarek (2002) afirmam que, quaisquer regiões estão aptas a fixar o câmbio entre si, sempre que os benefícios superarem os custos. Assim, é conveniente analisar quais critérios uma região monetária deve preencher de forma a maximizar seus benefícios e minimizar seus custos. Tavlas (1993), Viñals (1994), Frankel e Rose (1996) e Mongelli (2002) resumem que a magnitude dos custos e benefícios de uma união monetária dependerá: i) da natureza dos choques; ii) do grau de mobilidade dos fatores; iii) da flexibilidade de preços e salários; iv) e de um sistema fiscal federal capaz de atenuar os choques. É possível resumir o

debate teórico sobre as zonas monetárias ótimas como uma tentativa de resposta a duas perguntas: 1) quais características reduzem a ocorrência de choques assimétricos? 2) tendo em vista que tais choques não podem ser totalmente eliminados, quais mecanismos de ajuste devem estar presentes para substituir o ajuste que seria promovido pelo câmbio flexível?

A respeito da primeira pergunta, existem diversas controvérsias, porém alguns consensos. Uma análise tanto teórica quanto empírica acerca do tema pode ser de difícil avaliação, dado que existe um grau de endogeneidade⁷ não-observável associado a cada característica.

Uma primeira característica a ser destacada refere-se ao grau de integração comercial. Horvath e Komarek (2002) destacam que maior integração comercial promove sincronização de ciclos econômicos, reduzindo a assimetria de choques⁸. Existe algum consenso em relação a esta posição, uma vez que, o aumento do comércio regional elevaria o fator de interdependência entre os membros, fazendo com que um choque em um deles fosse dissipado para os outros. DeGrauwe (2006) concorda que uma união monetária requer maior integração comercial, mas não sob a mesma ótica. Para o autor, integração comercial é necessária pois quanto maior a integração, maiores serão os benefícios de uma união monetária. E assim, maiores serão as chances de os benefícios da união superarem os custos de sua assimetria.

McKinnon (1963) também corrobora o argumento anterior de que uma união monetária é mais eficiente quando acompanhada de maior abertura comercial⁹. Argumenta que quanto mais comercialmente aberto for um país, menos eficiente será ajustar preços relativos via flexibilidade cambial. Supondo uma economia completamente aberta, onde todos os produtos são comercializáveis a um preço único estabelecido pelo mercado internacional, movimentos cambiais seriam instantaneamente repassados para a taxa de inflação e, portanto, não alterariam os preços relativos. O câmbio flexível seria incapaz de promover ajuste algum. Quanto maior

⁷ Na discussão de zonas monetárias ótimas, a endogeneidade se refere ao fato de ser possível que uma região não seja inicialmente apta (sob uma análise de custo-benefício) a adotar uma moeda única. No entanto, uma eventual adoção da moeda promove integração adicional suficiente para fazer com que a mesma se torne apta (ou seja, os benefícios superem os custos). Em outras palavras, é possível que os critérios para adoção de uma união monetária não sejam preenchidos *ex ante*, porém, o seriam *ex post*. Para uma análise detalhada sobre a ideia de endogeneidade dos critérios, ver Frankel e Rose (1998).

⁸ Esta visão foi fortemente defendida pela Comissão Europeia durante o processo de integração europeu.

⁹ Para tratar do termo “abertura comercial”, McKinnon (1963) utiliza a “razão entre bens comercializáveis e não-comercializáveis” como medida para este conceito.

for a abertura comercial, menores os custos de abandonar o câmbio flexível e de aderir ao câmbio fixo.

A partir dos argumentos apresentados, existe um consenso de que uma união monetária requer maior integração comercial entre seus Estados-membros. Teoricamente, a integração comercial se mostra capaz de, simultaneamente, reduzir a assimetria de choques, elevar os benefícios e reduzir os custos de uma moeda única.

Além da integração comercial, destaca-se a integração bancária e financeira como pré-condição para reduzir a assimetria de choques. Maior integração bancária possibilita maior *risk-sharing* entre os membros da união monetária (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2017). Supondo um cenário no qual o sistema bancário seja pouco integrado, os bancos tem atuação sub-regional e as operações estão diretamente ligadas à performance econômica de sua respectiva sub-região. Neste cenário, a incidência de um choque assimétrico negativo sobre uma sub-região reduz a concessão de crédito por parte dos bancos atuantes – que tentam se proteger das incertezas do choque – gerando um efeito pró-cíclico. Por outro lado, em um cenário cujo sistema bancário seja integrado, as operações bancárias serão pouco dependentes de uma sub-região específica pois os bancos atuam em toda a união monetária. Na ocorrência de um choque assimétrico negativo, os bancos manteriam suas operações de crédito estáveis, dado que a sub-região afetada representaria apenas parcela do seu mercado de atuação.

A diversificação de estrutura produtiva dos países-membros também é relevante para a assimetria dos choques. Segundo Kenen (1969), quanto mais diversificado um país for, mais apto ele está para aderir a uma união monetária. Tavlas (1993) e Mongelli (2002) argumentam que um alto grau de diversificação de produção, de consumo e de vagas de emprego dilui choques a setores específicos, reduzindo a possibilidade de choques assimétricos que alterem significativamente os preços relativos.

Um último critério, cujo entendimento teórico é de extrema importância para a continuidade deste trabalho, refere-se à convergência de taxas de inflação. Mongelli (2002) destaca que prolongados diferenciais de inflação entre os países-membros de uma união monetária podem resultar em desequilíbrios externos. Em um cenário no qual diferenciais de inflação são baixos ou se anulam no longo prazo, os termos de troca entre os países permanecerão estáveis (FLEMING, 1971 *apud* MONGELLI, 2002). Inversamente, a presença de diferenças nas taxas de inflação altera preços relativos e, conseqüentemente, a

competitividade relativa entre os países-membros¹⁰. No modelo de dois países de Mundell (1961), se A apresenta taxas de inflação acima de B durante longo período, os produtos de A se tornam relativamente mais caros. Tais mudanças impactam diretamente o equilíbrio dos balanços comerciais.

Vale notar que, Honohan e Lane (2003) e Mongelli (2002) ressaltam que a divergência entre taxas de inflação é problemática apenas quando não configura uma consequência direta do Efeito Balassa-Samuelson¹¹. Nem todo diferencial de inflação configura um vetor de desequilíbrio externo. Duarte (2003) destaca ainda que, o critério de convergência de taxas de inflação está diretamente ligado à necessidade de maior integração comercial dentro de uma união monetária. Pela lei do preço único, maior integração comercial reduz, no longo prazo¹², os desvios em relação ao “preço único”, aumentando a convergência.

Resumidamente, é possível afirmar que integração comercial e financeira, diversificação de estrutura produtiva e convergência de taxas de inflação são os principais critérios que reduzem a incidência de choques assimétricos dentro de uma região monetária. Fora do âmbito teórico, sempre haverá alguma assimetria intra-regional. Convém então, responder à segunda pergunta colocada no início desta seção: quais mecanismos de ajuste devem estar presentes para substituir o ajuste que seria promovido pelo câmbio flexível?

¹⁰ A competitividade relativa é dada pela taxa de câmbio real (E). Dado que:

$$\log(E) = \log(P^*) + \log(e) - \log(P),$$

Onde P^* = nível de preços externo, e = taxa de câmbio nominal e P = nível de preço doméstico. Sabe-se também que $\log(E) > 0$ representa um ganho de competitividade (e $\log(E) < 0$, uma perda). Dado que em uma união monetária a taxa de câmbio nominal é fixa e, portanto, $\log(e) = 0$, variações na competitividade serão definidas pela relação entre o nível de preços internos e externos.

¹¹ De acordo com a Hipótese Balassa-Samuelson, um crescimento relativo de produtividade no setor de comercializáveis implicaria um aumento de salários nesse setor. Esse aumento de renda geraria uma maior demanda por serviços e bens não-comercializáveis (cuja produtividade ficou estagnada), provocando um aumento de salários também no setor de não-comercializáveis. Este aumento de salários, por não estar acompanhado de aumentos de produtividade, resultaria em uma maior taxa de inflação. Para o setor de comercializáveis, no entanto, o diferencial de inflação não é, neste caso, um vetor de desequilíbrio externo. Pelo fato de este setor estar acompanhado de ganhos relativos de produtividade, o aumento da inflação não altera preços relativos.

¹² Duarte (2003) resalta que, no curto prazo, a própria integração comercial pode aumentar os diferenciais de inflação - enquanto todos os membros de uma zona monetária se ajustam em direção ao “preço único”. No entanto, este seria um movimento temporário que precederia a convergência de preços.

1.6 MECANISMOS DE AJUSTE MACROECONÔMICO

Friedman (1953b) e Mundell (1961) concordam que um desses mecanismos de ajuste é a flexibilidade de preços e salários. Supondo um cenário abstrato, no qual não houvesse rigidez, não haveria a necessidade de ajustes via taxa de câmbio nominal, o próprio nível de preços reequilibraria os preços relativos. Em um regime de câmbio fixo, uma maior flexibilidade de preços implica diretamente um menor custo de ajuste. Contudo, de uma maneira geral, os agentes econômicos não estão dispostos a aceitar variações negativas em sua renda real¹³. Considerando tal rigidez, Meade (1957) e Mundell (1961) sugerem um segundo mecanismo de ajuste: a mobilidade de fatores de produção. Em especial, a mobilidade do fator trabalho.

Mundell (1961) demonstra que, se um choque assimétrico (que desloca demanda de A para B) resulta em taxa de desemprego acima da taxa natural no país A e aumento da taxa de inflação no país B, a livre mobilidade do fator trabalho promove um movimento migratório de A para B capaz de restringir o aumento do desemprego em A e evitar o aumento da inflação em B - via aumento da oferta de trabalho. Além disso, a migração reduziria as necessidades de importação de A e aumentaria as necessidades de importação de B, o que reequilibraria o balanço de pagamentos. O ajuste macroeconômico através da mobilidade do fator trabalho ocorreria sem a necessidade de mudanças na taxa de câmbio nominal e sem o custo social do ajuste via preço. De acordo com o autor, “se existe mobilidade dos fatores de produção entre fronteiras nacionais, então um sistema de câmbio flexível torna-se desnecessário e, até mesmo, danoso”.

Krugman (1993) mostra que a migração de parcela da força de trabalho foi, de fato, um mecanismo de ajuste essencial para dissipar choques na região nordeste dos Estados Unidos¹⁴ nos anos 1980. Porém, o autor argumenta que a emigração pode afetar negativamente o crescimento potencial de longo prazo da região. O crescimento potencial diminuiria como consequência da queda na força de trabalho atual e futura¹⁵. A crítica de Krugman (1993) é relevante e passível de real preocupação no âmbito da teoria das *OCA*. Entretanto, sua análise

¹³ Trabalhadores não costumam estar dispostos a aceitar reduções nominais de salário. E produtores e vendedores, reduções em suas margens de lucro.

¹⁴ Região altamente industrializada e produtora de manufaturas.

¹⁵ Ver Blanchard e Katz (1991).

parte de um choque assimétrico permanente¹⁶. Em um cenário bem mais comum de choques assimétricos temporários, a argumentação de Krugman perde sustentação. A mobilidade do fator trabalho pode exercer um papel essencial de ajuste macroeconômico em uma região monetária com significativa rigidez de preços e salários.

A partir da revisão teórica construída neste capítulo, infere-se que não se trata de discutir qual regime cambial é melhor, mas sim quais condições econômicas tornam um determinado regime preferível a outro. O cerne da discussão se encontra na incidência de choques assimétricos e na capacidade de ajuste a esses choques. Regiões com elevado grau de integração e diversificação produtivas, bem como flexibilidade de preços e mobilidade interna de fatores, não requerem mudanças na taxa de câmbio nominal para absorverem choques. A mobilidade do fator trabalho, quando presente, pode exercer o ajuste macroeconômico necessário, sem que este ajuste tenha um alto custo, principalmente, um alto custo social. Regiões com essas características podem se beneficiar de diversos ganhos econômicos proporcionados pelo câmbio fixo, desde a eliminação de custos de transação à maior estabilidade e transparência de preços.

¹⁶ O choque ocorrido no nordeste dos EUA foi resultado do processo de internacionalização de cadeias produtivas. Empresas produtoras de manufaturas transferiram sua produção para países com custos mais baixos, impactando negativamente a economia da região. Pela natureza do choque, é razoável afirmar que este configura um choque permanente.

CAPÍTULO II - PROCESSO DE INTEGRAÇÃO EUROPEU

O contínuo processo de integração do continente europeu, ao longo da segunda metade do século XX, sustentou o interesse de acadêmicos e pesquisadores pela Teoria das *OCA*. Neste capítulo, pretende-se apresentar como e por que ocorreu o processo de integração europeia que criou a União Monetária Europeia e que culminou na introdução do Euro em 1999¹⁷. Qual foi a racionalidade por trás da decisão de aderir a uma moeda única supranacional? Inicialmente, convém discorrer sobre as motivações político-econômicas para tal processo. Espera-se analisar também os critérios de convergência macroeconômica propostos no Tratado de Maastricht (1992). Finalmente, será abordado o direito à livre mobilidade de pessoas dentro da União Europeia e a abolição das fronteiras internas ao bloco com a formação do Espaço Schengen.

2.1 ECONOMIA POLÍTICA DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

O processo de integração europeu foi e é uma das maiores transformações político-econômicas de que se tem registro e, sobretudo, trata-se de uma experiência internacional de cooperação e unificação sem precedentes. Além de suas implicações econômicas, é reconhecido que, as motivações para o início do processo de criação do Euro se encontram também atreladas ao âmbito político e geopolítico. Para alguns autores, como Eichengreen e Frieden (1993) e Willet (2000), fatores políticos dominaram o movimento de criação da União Monetária Europeia. Por se tratar de um processo sem precedentes, o grau de incerteza empírica em torno de seus benefícios e custos dificultava o embasamento em argumentos puramente econômicos. Independentemente de seu caráter político ou econômico ou, mais provável, uma combinação de ambos, a criação da Zona do Euro é, acima de tudo, uma resposta a eventos históricos, tanto globais quanto regionais, que buscava garantir estabilidade interna e relevância estratégica internacional.

Definitivamente, questões políticas internas ao continente europeu foram determinantes. Para Willet (2000), o esforço de adesão a união monetária derivou da vontade de limitar ao máximo a possibilidade de uma nova guerra na Europa. Uma união monetária alcançaria este objetivo, pois ao renunciar à autonomia para emitir a própria moeda, um Estado-nação renuncia

¹⁷ A União Monetária Europeia teve início oficial em 1999, com a fixação definitiva das cotações de taxas de câmbio entre os Estados-membros. No entanto, durante os primeiros três anos, houve um período de transição, no qual o Euro foi utilizado apenas como unidade de conta bancária – as moedas nacionais continuavam em circulação. Somente a partir de 2002, papel-moeda em Euro entrou em circulação.

à uma de suas maiores fontes de financiamento em tempos de guerra. Além disso, existia entre as elites políticas europeias a ideia de que a integração do continente era um processo contínuo que, caso fosse interrompido, estaria sempre sujeito a uma reversão e rápida desintegração. A criação da moeda única era essencial para a consolidação do mercado interno europeu e para uma “união cada vez mais integrada”¹⁸.

Nota-se, entretanto, que o argumento apresentado no parágrafo anterior está mais associado à idealização do processo de integração da Europa em seus primórdios, do que de fato, ao início dos esforços para formação da união monetária. Nesse sentido, torna-se possível levantar o seguinte questionamento: dado que já existia a intenção de criar uma união monetária, qual foi, então, o contexto que motivou o pontapé inicial para os esforços de formação da União Monetária Europeia? A resposta parece ser encontrada na dinâmica geopolítica do pós-Segunda Guerra Mundial.

Após a Segunda Guerra Mundial e ascensão dos Estados Unidos como potência hegemônica, diversos acordos e instituições surgiram, a fim regular as relações comerciais e financeiras internacionais, garantindo a continuidade da ordem econômica vigente. Entre tais acordos, destaca-se o Acordo de Bretton Woods, assinado em 1944 e que estabeleceu taxas de câmbio fixas entre os países ocidentais, através do controle direto sobre os fluxos de capitais internacionais¹⁹. O sistema de Bretton Woods garantiu estabilidade no mercado cambial e limitou choques especulativos por mais de duas décadas. Ao longo dos anos 1960, no entanto, os EUA incorriam em sucessivos déficits comerciais que ameaçavam a convertibilidade e tornava o sistema insustentável²⁰. Esta ameaça culminou no colapso do sistema de Bretton Woods em 1971, quando os EUA suspenderam unilateralmente a convertibilidade em ouro. Toda moeda emitida passou a ser fiduciária e os fluxos de capitais foram liberalizados, obrigando os demais países a abandonarem o câmbio fixo em prol do câmbio flexível.

Com a adoção do câmbio flexível e o fim da emissão de dólares lastreados em ouro, a Europa se viu em um difícil contexto. Os EUA não apenas continuavam sendo a potência hegemônica, mas agora, podiam conduzir suas políticas de forma a influenciar as taxas de

¹⁸ Tradução da expressão “*ever closer union*”, cunhada no Tratado de Roma (1957).

¹⁹ Sob o Sistema de Bretton Woods, os países signatários do acordo lastreavam suas moedas em dólares, enquanto os EUA continuariam lastreando o dólar em ouro e garantindo sua convertibilidade. Todas as moedas tinham uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar que, por sua vez, tinha uma taxa de câmbio fixa em relação ao ouro.

²⁰ Para manter a convertibilidade e ampliar a oferta de dólares (para uma economia mundial em crescimento), os EUA precisavam aumentar suas reservas em ouro para lastrear novas emissões.

câmbio dos demais países. Como argumentado por Henning (1998), Sadeh e Verdun (2009) e Hishow *et al.* (2018), a Europa ficou sujeita a episódios de políticas desestabilizadoras por parte dos EUA (conhecidas como *dollar shocks*). Sadeh e Verdun (2009) resumem bem a relação entre o cenário geopolítico da época e a criação da União Monetária Europeia: “(...) tendo em vista que a potência hegemônica a nível global não era capaz de promover estabilidade monetária, os Estados-membros da comunidade europeia decidiram por fornecer este bem público a nível regional.” Além disso, era também uma questão de garantir que a volatilidade cambial não afetasse negativamente as economias europeias. Os países europeus tinham fortes cadeias de comércio entre si e por esse motivo, historicamente, preferiam taxas de câmbio fixas (HISHOW *ET AL.*, 2018).

A moeda única foi a solução encontrada pelos líderes europeus para contornar, a nível regional, o Trilema de Mundell-Fleming. Nas palavras de Hishow *et al.* (2018):

Ao invés de “abraçar” a livre circulação de capitais, independência de política monetária e taxas de câmbio flutuantes, (...) os europeus tiveram uma ideia engenhosa. (...) Internacionalmente, existiria uma moeda única (Euro) robusta o suficiente para enfrentar novos *dollar shocks*. Isso permitiria livre circulação de capitais, o Euro flutuante e o Banco Central Europeu com política monetária independente. (...) Internamente, os europeus teriam taxas de câmbio fixas e livre circulação de capitais, o que necessariamente implica perda de autonomia monetária a nível nacional.

Com a decisão de formar uma união monetária, os países europeus se protegiam da volatilidade do regime de câmbio flutuante. Ao mesmo tempo, estabeleciam uma nova moeda, que responderia por parcela significativa da economia mundial, forte o bastante para fazer frente ao dólar e sólida diante de movimentos especulativos no mercado. Em troca, os países-membros renunciariam à sua autonomia monetária em prol de uma única política comum a todos, estabelecida por um banco central supranacional, o Banco Central Europeu.

Alesina *et al.* (2001) destacam a existência de um *trade off* ao acordar uma única política comum a todos os países-membros. As decisões tomadas serão mais relevantes quanto maior for a união. Mas quanto maior for a união, mais difícil alcançar uma única decisão que satisfaça a todos, pois maior será sua assimetria. Existe, portanto, um *trade off* entre dimensão territorial da união e heterogeneidade de seus Estados-membros.

2.2 CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA DO TRATADO DE MAASTRICHT²¹

Para limitar esse *trade off*, era necessário que os países que viessem a fazer parte da União Monetária Europeia passassem por ajustes macroeconômicos a fim de reduzir a heterogeneidade e assimetria da união como um todo. Quanto maior a convergência econômica dos países-membros da Zona do Euro, mais fácil e eficiente seria a decisão de política monetária por parte do Banco Central Europeu.

O Tratado de Maastricht (1992) introduziu diretrizes e condições específicas, que todos os futuros membros da Zona do Euro devem cumprir *ex ante* à adesão ao Euro, com o objetivo de garantir o maior grau de convergência econômica possível e impedir que políticas irresponsáveis em um Estado-membro pudessem afetar negativamente todos os membros da união. Tais diretrizes se baseiam em quatro pilares principais: estabilidade de preços, finanças públicas equilibradas, estabilidade na taxa de câmbio e durabilidade da convergência.

2.2.1 Estabilidade (convergência) de preços

O critério de convergência e estabilidade de preços se mostra importante por dois motivos principais. Por um lado, prolongados diferenciais de inflação resultam em mudanças nos preços relativos que não poderão ser corrigidas por variações na taxa de câmbio. Por outro lado, a convergência de preços aumenta a eficiência e eficácia da política monetária. Duas ou mais regiões que apresentem taxas de inflação muito divergentes, demandariam políticas monetárias diferentes - o que é impossível em uma união monetária.

O Tratado de Maastricht (1992) estabelece que um Estado-candidato à Zona do Euro deve apresentar uma trajetória de preços que seja estável e sustentável. Sua taxa de inflação²² não pode exceder em mais de 1,5 pontos percentuais a taxa de inflação média dos três Estados-membros que apresentem as menores taxas de inflação.

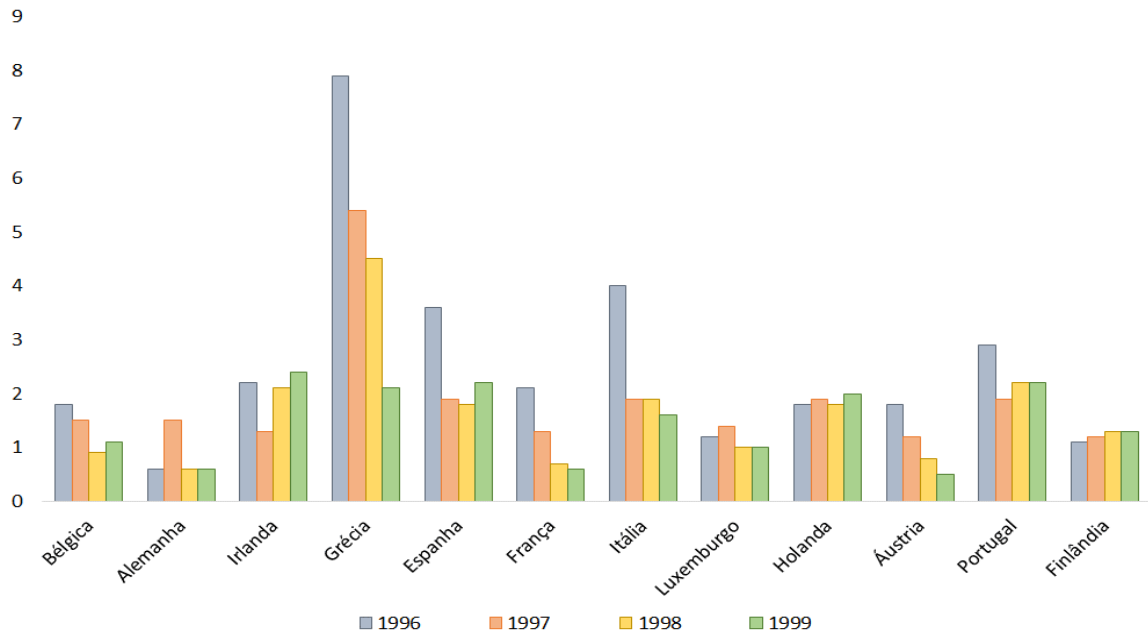
Ao longo das décadas de 1980, os países europeus apresentaram taxas de inflação bastante divergentes. Por um lado, as taxas de inflação dos países centrais eram baixas (para a época) e, principalmente, estáveis. Por outro lado, alguns países periféricos apresentavam taxas de inflação de dois dígitos frequentemente. O critério apresentado acima, no entanto, foi devidamente perseguido por esses países. Em meados dos anos 1990, suas taxas de inflação

²¹ Formalmente denominado Tratado da União Europeia (*Treaty on European Union*).

²² Medida pelo *Harmonised Index of Consumer Prices* (HICP).

convergiam para a meta estabelecida, como evidenciado no gráfico abaixo. Em 1996, Grécia, Espanha e Itália ainda não preenchiam o critério para aderir à Zona do Euro. Apenas três anos depois, no entanto, já apresentavam taxas de inflação em torno de 2% ao ano.

Figura 1 – Taxa anual de inflação (%)



Fonte: Eurostat.

2.2.2 Finanças públicas equilibradas

Com a entrada na Zona do Euro, os países-membros passariam a emitir títulos de dívida denominados em moeda cuja emissão não controlariam. A independência do Banco Central Europeu garantia que nenhum país seria capaz de monetizar déficits fiscais que viessem a incorrer. Além disso, pelo Artigo 104b do Tratado de Maastricht (1992)²³, ficava proibida a transferência de recursos entre os Estados-membros, de forma a evitar que países fiscalmente irresponsáveis tomassem recursos emprestados, a taxas mais baixas, de outros Estados-membros que apresentassem situação fiscal sólida. Este artigo foi introduzido não apenas por seu aspecto econômico, mas também político. Países com finanças públicas em ordem, como a Alemanha e a Holanda, não aceitariam que os recursos de seus contribuintes fossem transferidos para países que incorriam em altos níveis de déficit fiscal e endividamento, como a Itália e a Grécia. Dessa forma, como argumentado por Ngai (2012):

²³ Posteriormente, Artigo 125 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, estabelecido no Tratado de Lisboa (2009).

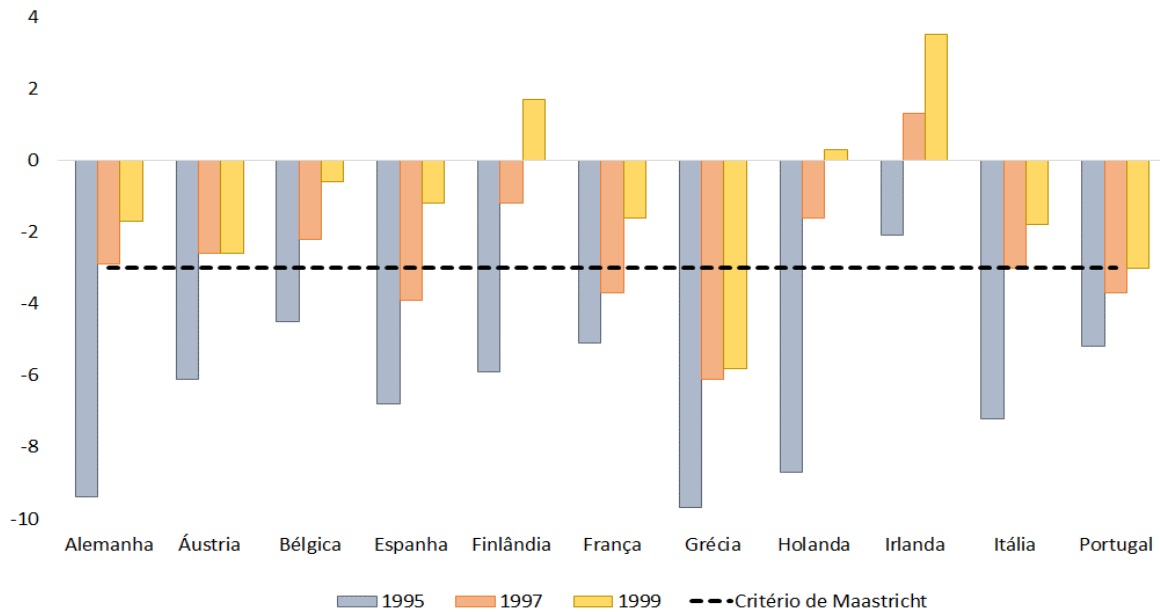
(...) uma vez que a situação fiscal de todos os países estivesse em ordem, com baixos níveis de dívida e déficit públicos, a probabilidade de uma moratória da dívida de qualquer país se reduzia, aliviando temores de que um único país pudesse levar toda a união monetária à moratória.

Do ponto de vista do fluxo, ficou acordado que os países-membros da Zona do Euro deveriam apresentar um déficit fiscal anual de, no máximo, 3% do produto interno bruto (PIB). Déficits maiores do que o estabelecido, eram admitidos caso fossem temporários e não divergissem consideravelmente da meta. Pelo lado do estoque, a dívida pública bruta não poderia exceder 60% do PIB.

No início dos anos 1990, a maioria dos doze²⁴ Estados-candidatos à União Monetária Europeia não preenchiam os requisitos fiscais acima descritos. Os benefícios político-econômicos imaginados com a moeda única serviram de incentivo para que estes países realizassem sucessivas reformas e esforços de redução de gastos e consolidação de suas finanças públicas em torno de uma trajetória sustentável. Nas Figuras 2 e 3, é possível observar a magnitude de tais esforços. No ano de 1995, somente a Irlanda e Luxemburgo apresentavam resultados fiscais conforme os parâmetros estabelecidos pelo Tratado de Maastricht (1992). Apenas quatro anos depois, em 1999, o cenário era completamente diferente. Com exceção da Grécia, todos os Estados-candidatos cumpriam este requisito.

²⁴ Os doze Estados-candidatos eram: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal.

Figura 2: Resultado Fiscal (% do PIB)

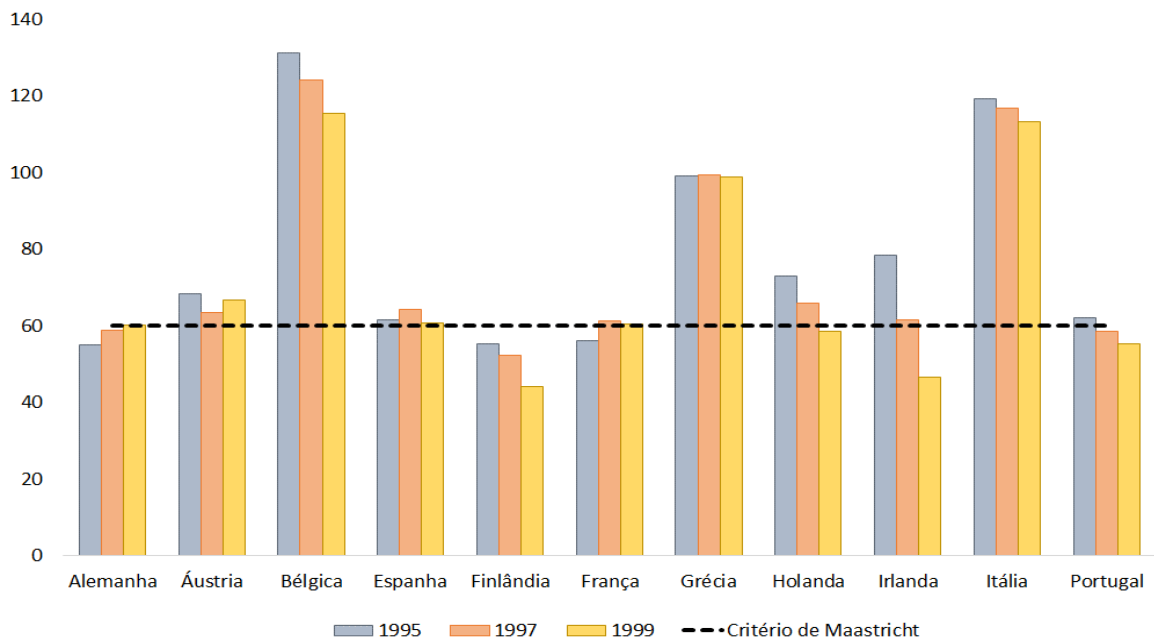


Fonte: Eurostat. Para melhor visualização, os dados para Luxemburgo foram omitidos. Em 1995, 1997 e 1999, os resultados fiscais de Luxemburgo foram, respectivamente: 2,7%, 2,9% e 3,5%.

Cenário semelhante era verificado nos dados referentes às dívidas brutas dos governos gerais, embora de maneira menos uniforme. Na comparação entre 1995 e 1999, a maioria dos países apresentou queda do endividamento. Neste critério, Bélgica, Itália e Grécia se destacam. Apesar dos esforços fiscais, estes países continuaram apresentando níveis elevados de endividamento, muito acima da meta estabelecida pelo Tratado de Maastricht (1992). Para Bélgica e Itália, contudo, o critério foi flexibilizado. Por apresentarem trajetórias de dívida pública cadentes e resultados fiscais aceitáveis, a entrada deles na união monetária foi aprovada. O mesmo não ocorreu para a Grécia – o país foi o único a não cumprir nenhuma das duas diretrizes fiscais estipuladas. Além disso, seu nível de endividamento permaneceu inalterado, sem sinais significativos de queda. Por esses motivos, a entrada da Grécia na Zona do Euro foi, inicialmente, postergada. Vale notar que, posteriormente, o país foi aceito para se juntar à União Monetária Europeia cumprindo apenas marginalmente tais critérios²⁵.

²⁵ A entrada da Grécia na União Monetária Europeia não se deu em 1999 como nos demais países. Contudo, o país foi aceito em 2001, antes mesmo de o novo papel-moeda em Euro entrar em circulação.

Figura 3 – Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: Eurostat. Para melhor visualização, os dados para Luxemburgo foram omitidos.

Era necessário que após a adesão ao Euro, estas metas continuassem a ser cumpridas. Nesse sentido, através do Pacto para Estabilidade e Crescimento (1997)²⁶, todos os Estados-membros da União Europeia assumiam a responsabilidade de que suas políticas econômicas tinham implicações diretas aos demais membros e aceitavam ser constantemente monitorados pelas instituições europeias²⁷. Pelo pacto, ficou estabelecido que as mesmas diretrizes fiscais estabelecidas no Tratado de Maastricht (1992) seriam permanentemente perseguidas. O não cumprimento dessas diretrizes estaria sujeito a multas e punições.

2.2.3 Estabilidade da taxa de câmbio

Esperava-se que os Estados-candidatos apresentassem taxas de câmbio pouco voláteis, de forma a minimizar o custo no momento em que aderissem à união. Foi criado em 1979, o *European Monetary System (EMS)*, que durou até a introdução do Euro em 1999. O *EMS* consistia de três componentes:

1. Unidade de Moeda Europeia (em inglês, *European Currency Unit (ECU)*): moeda internacional que serviria como unidade de conta. Seu valor era definido a partir de uma

²⁶ *Stability and Growth Pact* (1997). Formalmente: *Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact*.

²⁷ Especificamente, Comissão Europeia e Conselho da União Europeia.

média de todas as moedas nacionais que compunham o *EMS* ponderadas pelo peso da economia de cada país e participação no comércio intra-regional²⁸.

2. Fundo de Cooperação Monetária Europeu (FCME): criado para estabilizar as taxas de câmbio sob estresse e reequilibrar desalinhamentos cambiais.
3. Mecanismo de taxa de câmbio (em inglês, *Exchange rate mechanism (ERM)*)

O *ERM* era o componente mais importante do *EMS* (ZESTOS; BENEDICT, 2018). Sob o *ERM*, Estados-candidatos a aderir à Zona do Euro fixaram suas moedas à *ECU*, mas permitindo que esta flutuasse dentro de uma banda de $\pm 2,25\%$, em torno do valor central fixado. Ao longo de sua história de quase duas décadas, o *ERM* passou por momentos de estresse consideráveis. Como argumentado por Zestos e Benedict (2018), os anos 1980 foram marcados por grandes divergências de preços²⁹, de modo que, frequentes realinhamentos das taxas de câmbio fixadas eram necessários. A partir de 1993, o *ERM* se tornou mais estável, com as novas taxas fixadas sendo mais condizentes com a realidade de cada país e uma melhor coordenação de política monetária, principalmente por parte da França e da Alemanha.

Pelo Tratado de Maastricht (1992) ficou estabelecido que, todo país que viesse a se juntar à União Monetária Europeia, deveria inicialmente ingressar no *EMS* e permanecer por pelo menos dois anos, sem apresentar estresse no mercado ou pressões para desvalorização da moeda. Após a criação do Euro em 1999, teve início o *ERM II*, que apresentava um sistema semelhante ao anterior³⁰, e seria utilizado como critério de convergência para os futuros novos membros da união e utilizado até os dias atuais.

2.2.4 Durabilidade da convergência

A durabilidade da convergência era verificada através das flutuações e da convergência das taxas de juros de longo prazo dos títulos de dívida³¹ dos Estados-candidatos. Esperava-se que, se uma real convergência econômica estava de fato ocorrendo nos principais indicadores, as taxas de juros de longo prazo, definidas pelo mercado, também deveriam apresentar

²⁸ O marco alemão e o franco francês eram as moedas que detinham maior peso, 33% e 19,5%, respectivamente.

²⁹ Por conta dos efeitos diversos da 1ª Crise do Petróleo e pela falta de coordenação de política monetária entre os países pertencentes ao *EMS*. Os consequentes desalinhamentos eram ainda alvo de especulação por parte de investidores, o que aumentava ainda mais o estresse sobre o mercado cambial.

³⁰ Única diferença era que, no *ERM II*, a partir da introdução do Euro, novos Estados-candidatos fixariam suas moedas diretamente ao Euro e não mais a *ECU*, como era feito no *ERM*.

³¹ Títulos com prazo de maturidade de 10 anos.

trajetórias semelhantes. Na Tabela 1, é apresentado o comportamento de tais taxas durante a década de 1990.

Tabela 1: Taxa de Juros de Longo Prazo (% a.a.)

	1990	1993	1996	1999
Alemanha	8,73	6,51	6,22	4,49
Áustria	8,77	6,70	6,32	4,68
Bélgica	10,01	7,23	6,49	4,75
Espanha	14,68	10,21	8,74	4,73
Finlândia	13,30	8,83	7,08	4,72
França	9,94	6,78	6,31	4,61
Grécia	-	23,27	14,43	6,30
Holanda	8,92	6,36	6,15	4,63
Irlanda	10,08	7,70	7,29	4,71
Itália	13,54	11,19	9,40	4,73
Luxemburgo	8,52	6,50	6,32	4,66
Portugal	15,40	9,77	8,56	4,78

Fonte: Eurostat. Taxa de juros referente a títulos com prazo de maturidade de 10 anos.

Foi definido pelo Tratado de Maastricht (1992) que, para ser considerado apto do ponto de vista da durabilidade de convergência, os países deveriam apresentar durante um ano, uma taxa de juros de longo prazo que não ultrapassasse em mais de 2 pontos percentuais a média dos três países que apresentassem as menores taxas. No ano de 1999, todos os Estados-candidatos preenchiam este requisito.

Os critérios de convergência do Tratado de Maastricht (1992) foram adotados com o objetivo de permitir uma transição suave à moeda única. Por um lado, as diretrizes de inflação induziam uma trajetória de convergência e, ao mesmo tempo, permitiam que países em processo de crescimento relativo de produtividade apresentassem taxas ligeiramente mais altas³². Por outro lado, os critérios fiscais buscavam assegurar a “convivência” entre política monetária comum e política fiscal descentralizada (ANDRLE *ET AL.*, 2015 *apud* FRANKS *ET AL.*, 2018).

Existem, no entanto, críticas que podem ser feitas acerca dos critérios de convergência apresentados. Franks *et al.* (2018) mostram que parte considerável da convergência se deu no

³² Conforme o Efeito Balassa-Samuelson, brevemente comentado no capítulo anterior.

âmbito nominal, mas não avançou de forma significativa no âmbito real da economia. Crescimento do PIB e da produtividade não foram capazes de reduzir as disparidades de renda entre os países-membros. Argumentam ainda que a continuidade da convergência foi interrompida após a adesão ao Euro, tanto no que se refere às taxas de inflação quanto aos indicadores fiscais. Para Ngai (2012), o Pacto para Estabilidade e Crescimento (1997) não foi capaz de induzir todos os Estados-membros à disciplina fiscal e carecia de incentivos para que as metas fiscais continuassem a ser cumpridas. É possível criticar também a atenção dada a outros indicadores. A performance dos balanços de pagamentos, bem como a integração dos mercados europeus, especialmente, o mercado de trabalho, parecem ter sido negligenciados pelas instituições europeias.

De maneira alguma tais críticas podem ser subestimadas. Ao não endereçá-las, os países-membros da Zona do Euro perpetuaram desequilíbrios que vieram a culminar em períodos de instabilidade. Apesar disso, os dados apresentados mostram que, de fato, ocorreu convergência nos indicadores macroeconômicos previstos no Tratado de Maastricht (1992). No entanto, a moeda única deveria promover também a consolidação definitiva de um mercado único na Europa, com integração dos mercados de bens, serviços, capitais e trabalho. Os critérios acima descritos, por si só, não garantiam esta integração. O aumento do comércio regional integrava cada vez mais os mercados de bens e serviços e, a liberalização dos fluxos financeiros internacionais, integrava cada vez mais o mercado de capitais. A integração do mercado de trabalho, por sua vez, estava diretamente ligada à mobilidade do fator trabalho dentro da Zona do Euro.

2.3 LIVRE MOBILIDADE DE PESSOAS E O ESPAÇO SCHENGEN

O Artigo 48 do Tratado de Roma (1957) estabelecia que todo trabalhador teria direito à livre mobilidade dentro dos territórios dos países membros da Comunidade Econômica Europeia. O mesmo artigo previa ainda a abolição de qualquer tipo de discriminação, baseada em nacionalidade, que refletisse oportunidades de emprego, salários e outras condições de trabalho. O direito à livre mobilidade de trabalhadores foi sendo expandido³³ ao longo dos anos e passou a contemplar estudantes, turistas e aposentados. Com o Tratado de Maastricht (1992),

³³ Principalmente por novas interpretações feitas pela *European Court of Justice* (ECJ), a mais alta instância do poder judiciário na União Europeia.

foi introduzida a noção de Cidadania da União Europeia³⁴, bem como uma série de direitos e deveres que os cidadãos europeus teriam em todo território da UE. O Artigo 8a do mesmo tratado estabelece justamente que, todo o cidadão europeu tem o direito a se mover ou residir livremente dentro dos territórios dos Estados-membros da União Europeia.

O direito à livre mobilidade de pessoas tinha dois principais objetivos claros. O conceito de cidadania europeia, somado à própria mobilidade dos cidadãos europeus pelo território da UE construiria, no longo prazo, a noção de identidade europeia. O segundo objetivo está atrelado ao âmbito econômico - a livre mobilidade de pessoas, quando exercida, promoveria uma melhor alocação do fator trabalho, integrando os mercados de trabalho de todos os Estados-membros. É válido notar que, o direito à livre mobilidade de pessoas recebe grande apoio da população europeia. Segundo dados do Eurobarometer (2017), para mais de 50% dos europeus, a livre mobilidade para viajar, estudar e trabalhar é a maior conquista da União Europeia. Já de acordo com o Eurobarometer (2019), em média, 90% da população dos Estados-membros que utilizam o Euro defendem o direito à livre mobilidade de pessoas.

Com o intuito de minimizar as restrições e barreiras à mobilidade, principalmente de pessoas, mas também de bens e serviços, alguns países europeus decidiram por assinar o Acordo de Schengen em 1985. Pelo acordo, os países signatários se comprometiam a abolir toda a infraestrutura de controle de fronteira, a fim de criar uma área na qual não existisse fronteiras internas e a mobilidade de pessoas e bens fosse completamente livre. Ao abolir as fronteiras internas, os países também assumiam o compromisso de fortalecer suas fronteiras externas. Deveriam também seguir uma política de vistos que fosse comum a todos, uma vez que, a permissão de entrada em um país implicava uma permissão de entrada em todos eles.

Além de facilitar a mobilidade de pessoas, a abolição de fronteiras internas é capaz de reduzir custos e aumentar tanto o comércio quanto a competitividade. O comércio de bens entre países que possuem controle de fronteira tende a apresentar maiores custos, uma vez que, podem ser gerados atrasos e tempo perdido em filas alfandegárias (GATTO *et al.*, 2016 *apud* EGGERS, 2016). Segundo relatório da Comissão Europeia (2016.b), os custos oriundos de atraso no transporte variam entre 1,7 e 7,5 bilhões de euros por ano. Nesse sentido, a ausência

³⁴ Artigo 8 do Tratado de Maastricht (1992). Todo indivíduo que tenha cidadania de um dos Estados-membros da União Europeia, possui também a cidadania europeia.

de controles de fronteiras internas na Europa gera um impacto positivo sobre o comércio, o que também ajuda a sincronizar ciclos e maximizar os benefícios da união monetária.

Ao longo deste capítulo argumentou-se que a moeda única na Europa é desdobramento direto das relações econômicas e políticas do pós 2º Guerra Mundial. Tanto a dinâmica interna ao continente quanto a dinâmica externa explicam o abandono da soberania monetária em prol de benefícios em outras esferas. Com o objetivo de consolidar o mercado comum europeu, a moeda única requeria convergência e integração dos mercados. Uma série de medidas e esforços foram adotados para alcançar um nível de convergência razoável – em especial, convergência de preços, situação fiscal, volatilidade cambial e nas taxas de juros de longo prazo. A eliminação de tarifas alfandegárias e outras barreiras comerciais integrou os mercados de bens e serviços. A integração dos mercados de trabalho, por sua vez, viria da crescente mobilidade do fator trabalho dentro do território da UE. O direito à livre circulação de pessoas entre os Estados-membros do bloco a partir da noção de cidadania europeia eliminaria parte da burocracia migratória e incentivaria a mobilidade. A eliminação de toda a infraestrutura de fronteira com a criação do Espaço Schengen facilitaria ainda mais a integração tanto dos mercados de bens, serviços, quanto do mercado de trabalho.

CAPÍTULO III - MOBILIDADE DE PESSOAS NA ZONA DO EURO: UM MECANISMO DE AJUSTE SUBUTILIZADO

Um nível considerável de convergência foi alcançado entre os Estados-candidatos a Zona do Euro ao longo das décadas de 1980 e 1990. No entanto, questiona-se se esta convergência foi suficiente para um funcionamento equilibrado da moeda única. Neste capítulo, se argumenta que, por um lado, pequenos desequilíbrios foram negligenciados no momento da introdução do Euro. Tais desequilíbrios se perpetuaram e culminaram em fortes choques assimétricos. Por outro lado, os mecanismos de ajuste macroeconômico necessários para anular tais choques não estavam presentes, especialmente a mobilidade do fator trabalho. Na ausência de mecanismos de ajuste e na impossibilidade de reequilibrar preços relativos através da taxa de câmbio, o ajuste foi feito via preço, impondo um alto custo social para os países atingidos. Nesse sentido, a argumentação apresentada se embasa na performance macroeconômica e nos dados de mobilidade de tais países - Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal³⁵ - assim como da União Europeia de uma maneira geral.

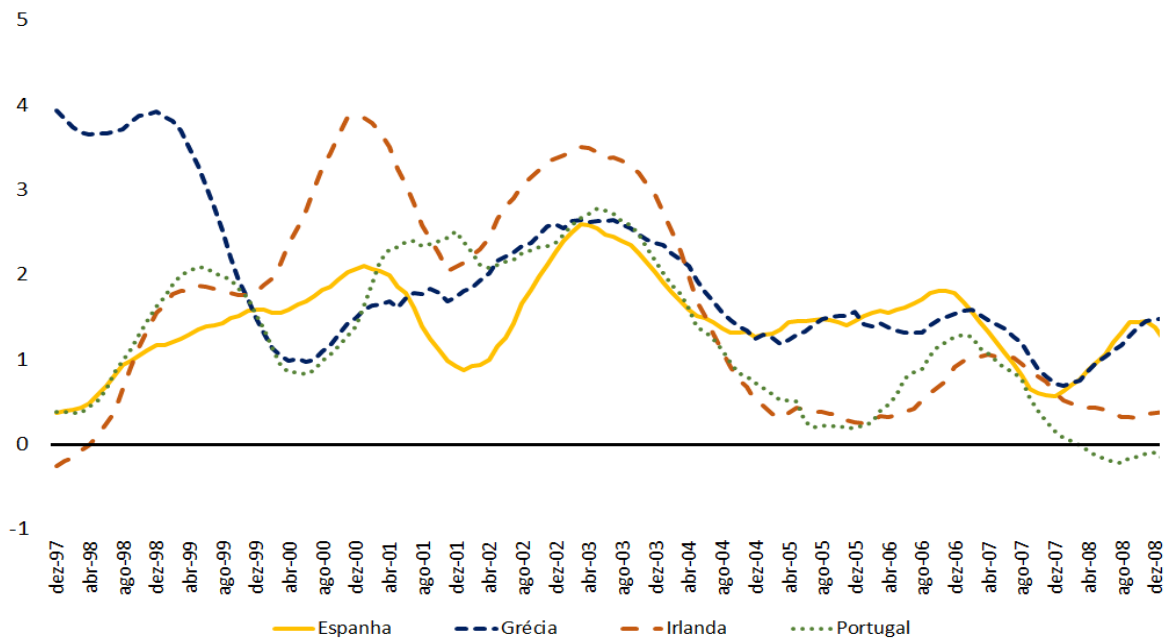
3.1 CHOQUES ASSIMÉTRICOS NA ZONA DO EURO

Apesar do processo de normalização das taxas de inflação entre os Estados-membros, países periféricos continuaram a apresentar taxas de inflação mais altas que os países centrais nos primeiros anos após a introdução do Euro. Como evidenciado na Figura 4, durante quase todo o período entre dezembro de 1997 e dezembro de 2008, os países selecionados apresentaram taxas de inflação superiores àquelas registradas na Alemanha³⁶. Em determinados momentos, o *spread* de inflação chegou a ficar em torno de 3%.

Por um lado, significativos e prolongados diferenciais positivos de inflação levaram a uma apreciação da taxa real de câmbio destes países, alterando preços relativos e os termos de troca. Por outro lado, geraram aumentos de custos de produção, uma vez que, tais taxas foram repassadas para o preço de insumos e, principalmente, para os salários.

³⁵ Estes foram os países mais afetados por choques assimétricos. Outros países da Zona do Euro – como o Chipre - também foram fortemente afetados.

³⁶ A Alemanha será usada como país de referência, representando o grupo de países centrais em comparação ao grupo de países periféricos.

Figura 4 – *Spread* de inflação em relação à Alemanha (%)

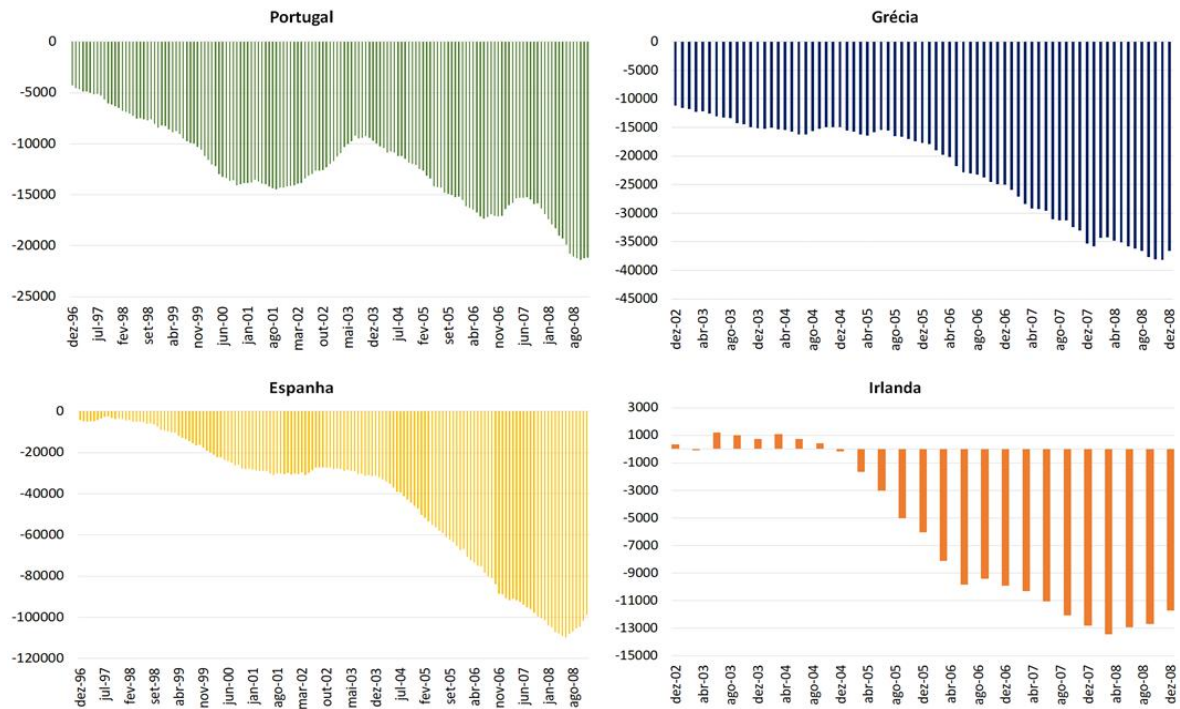
Fonte: Eurostat. Cálculos próprios. Taxa acumulada em 12 meses.

Nesse sentido, verifica-se também um crescimento relativo do custo unitário do trabalho (CUT) de Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal quando comparados com esse mesmo indicador para a economia alemã. Dados obtidos a partir do *Eurostat* mostram que em dezembro de 2009, o CUT destes países havia crescido, respectivamente: 46,9%, 47,2%, 43,3% e 26,4% quando comparados ao primeiro trimestre de 2001. O crescimento observado na Alemanha, por sua vez, foi de 16,5% para o mesmo período.

A apreciação da taxa de câmbio real incentivou as importações por parte dos países periféricos e dificultou suas exportações. Os aumentos relativos do custo unitário do trabalho e de custos de produção, prejudicaram a competitividade destes países e intensificaram o crescimento relativo das importações sobre as exportações. Dado que, no longo prazo, as importações sempre são financiadas pelas exportações, o crescimento relativo das importações sobre as exportações, tende a gerar sérios desequilíbrios nas contas externas. O país passa a incorrer em sucessivos e crescentes déficits em seu saldo de transações correntes³⁷.

³⁷ Assumindo que as demais aberturas da conta de transações correntes estejam equilibradas ou não sejam capazes de anular o déficit comercial (o que normalmente é o caso).

Figura 5 – Saldo de Transações Correntes (milhões de Euros)



Fonte: Banco de Portugal (Portugal); Bank of Greece (Grécia); Banco de España (Espanha); Central Statistics Office (Irlanda). Saldo acumulado em 12 meses. Dados até dezembro de 2008. Série apresentada para Irlanda em frequência trimestral.

Na Figura 5, é possível analisar a performance do saldo de transações correntes de Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal no pré-crise financeira de 2008 – o saldo de transações correntes se tornava cada vez mais deficitário. O acúmulo de déficits consecutivos no saldo de transações correntes impactou diretamente a Posição de Investimento Internacional (PII), tornando-a cada vez mais negativa. Uma PII negativa, por sua vez, significa que os passivos externos de um país são maiores do que seus ativos externos, impactando consideravelmente o serviço da dívida externa e, conseqüentemente, aumentando tanto o endividamento externo quanto a dívida bruta do governo geral. O aumento das importações líquidas tornaria a razão entre dívida externa e PIB insustentável, afetando diretamente o acesso do país em questão aos mercados financeiros internacionais e, portanto, sua capacidade de financiamento externo (HISHOW ET AL., 2018). Em outras palavras, a restrição externa aumentaria os níveis de endividamento ao ponto de ocasionar uma restrição fiscal.

O aumento da aversão ao risco por todo o mundo, aliados à percepção de que o endividamento nesses países se encontrava em níveis insustentáveis, provocou uma realocação do capital internacional, cujos fluxos foram direcionados para os países centrais, considerados mais seguros, como EUA e Alemanha. A entrada de capitais que financiava o déficit em

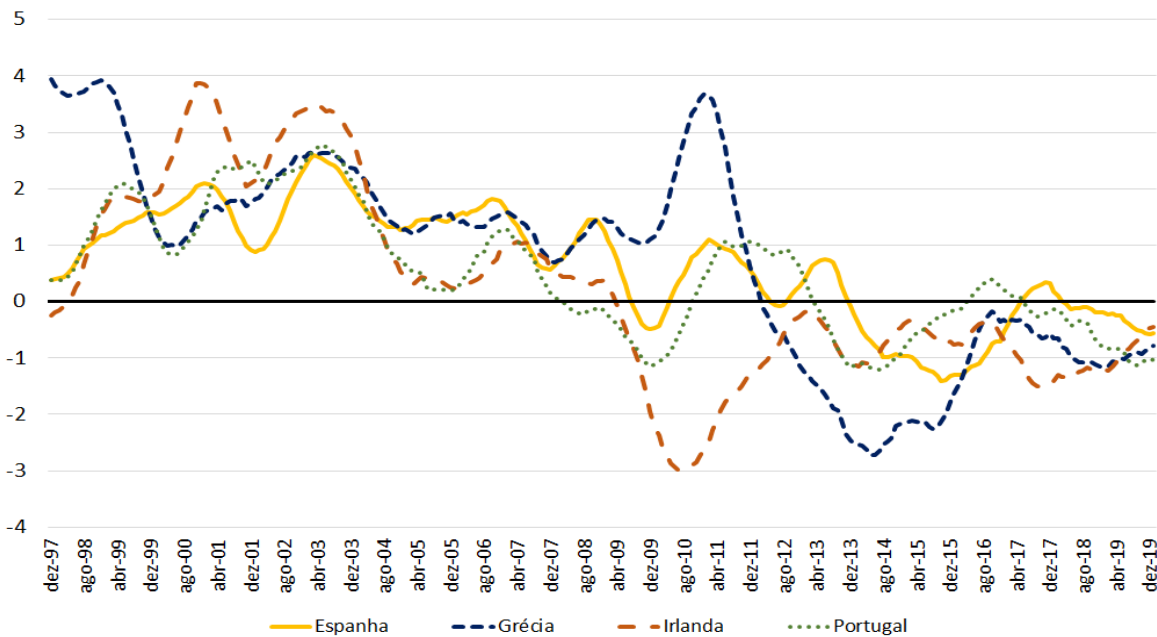
transações correntes, ao longo dos anos anteriores, foi repentinamente interrompida – a restrição externa e o endividamento atingiram níveis críticos. Para que estes países honrassem seus compromissos, ficou evidente a urgente necessidade de ajuste e reequilíbrio do saldo de transações correntes.

3.2 AJUSTE MACROECONÔMICO: *INTERNAL DEVALUATION*

Na Zona do Euro, o principal mecanismo de ajuste foi o nível de preços. Os países periféricos atingidos pelo choque deviam passar por um processo de *internal devaluation*³⁸, de modo a reduzir o *gap* de competitividade em relação aos países centrais, para limitar seus déficits nas transações correntes e aliviar o cenário fiscal. Tendo em vista a rigidez de preços e salários nessas economias, foram necessárias fortes medidas de austeridade fiscal para acelerar esse processo. Tais medidas não tinham unicamente o objetivo de perseguir trajetórias fiscais mais sustentáveis, mas tinham como objetivo promover uma forte redução na demanda agregada, gerando queda de preços e salários capazes de reequilibrar os preços relativos. Como afirmado por Hishow *et al.* (2018), “no final das contas, os diferenciais de inflação são responsáveis pelas subsequentes políticas de austeridade que estes países foram forçados a introduzir”.

Era necessário que os países periféricos apresentassem taxas inferiores àquelas verificadas nos países centrais da Europa, como Alemanha, França e Holanda. A partir de 2009, foi exatamente isso que ocorreu - com exceção da Grécia, inicialmente. Em determinados momentos, Irlanda e Grécia apresentaram taxas de inflação acumuladas em doze meses cerca de 3% menor que a verificada na Alemanha.

³⁸ Processo de aumento da competitividade internacional através de reduções em seus custos internos.

Figura 6 – *Spread* de inflação em relação à Alemanha (%)

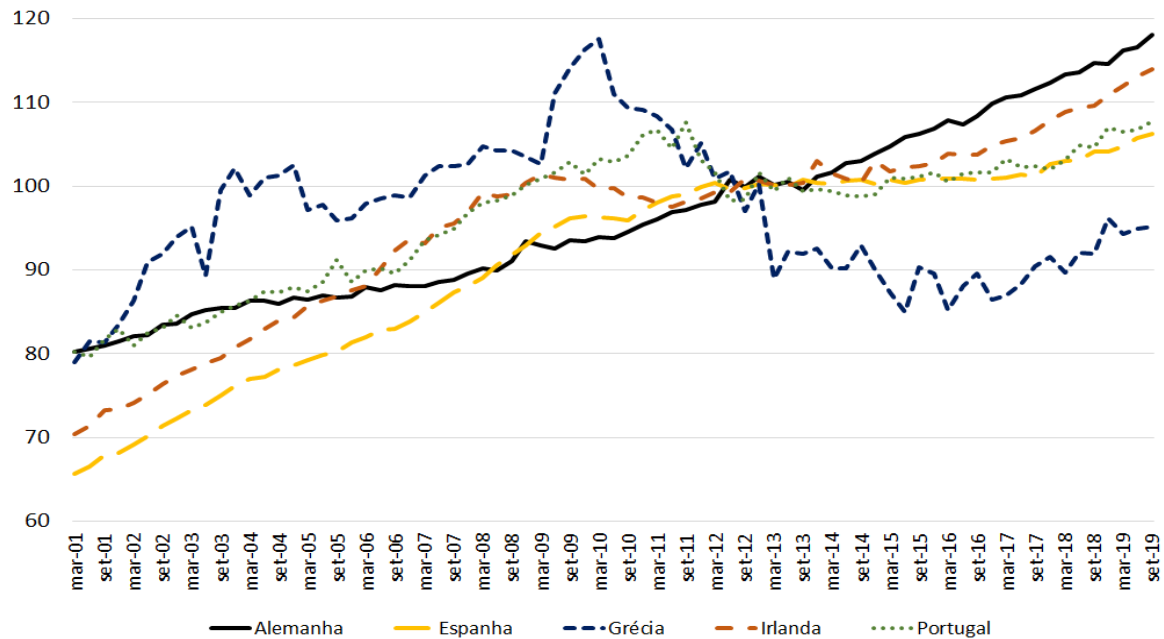
Fonte: Eurostat. Cálculos próprios. Taxa acumulada em 12 meses.

A continuidade desse processo para manutenção do ajuste foi de extrema importância. Da mesma forma que prolongados diferenciais positivos de inflação geram desequilíbrios externos, apenas prolongados diferenciais negativos foram capazes de exercer o ajuste via preço. Desde abril de 2009, a Irlanda apresenta, ininterruptamente, taxas de inflação inferiores às da Alemanha. Isso também é verdade para a Grécia desde abril de 2012. Portugal e Espanha, por sua vez, não alcançaram níveis de deflação comparáveis à Irlanda e Grécia, porém, têm mantido taxas de inflação menores que as da Alemanha por boa parte do tempo.

Desempenho semelhante é visto quando se analisa a evolução do custo unitário do trabalho após o início da crise. Na Figura 7, observa-se, em nível, as reduções de custos promovidas pelos países periféricos. Após 2009, Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal apresentaram reduções relativas de seus custos unitários do trabalho quando comparadas à Alemanha. Contrariando a dinâmica anterior à crise, entre dezembro de 2009 e setembro de 2019³⁹, a evolução do CUT destes países apresentou as seguintes performances, respectivamente: 10,3%, -18,2%, 13%, 6,3%. O crescimento do CUT alemão para o mesmo período, por sua vez, foi de 26,3%.

³⁹ Último dado disponível no momento da elaboração deste trabalho.

Figura 7 – Custo Unitário do Trabalho (Base = 2012)

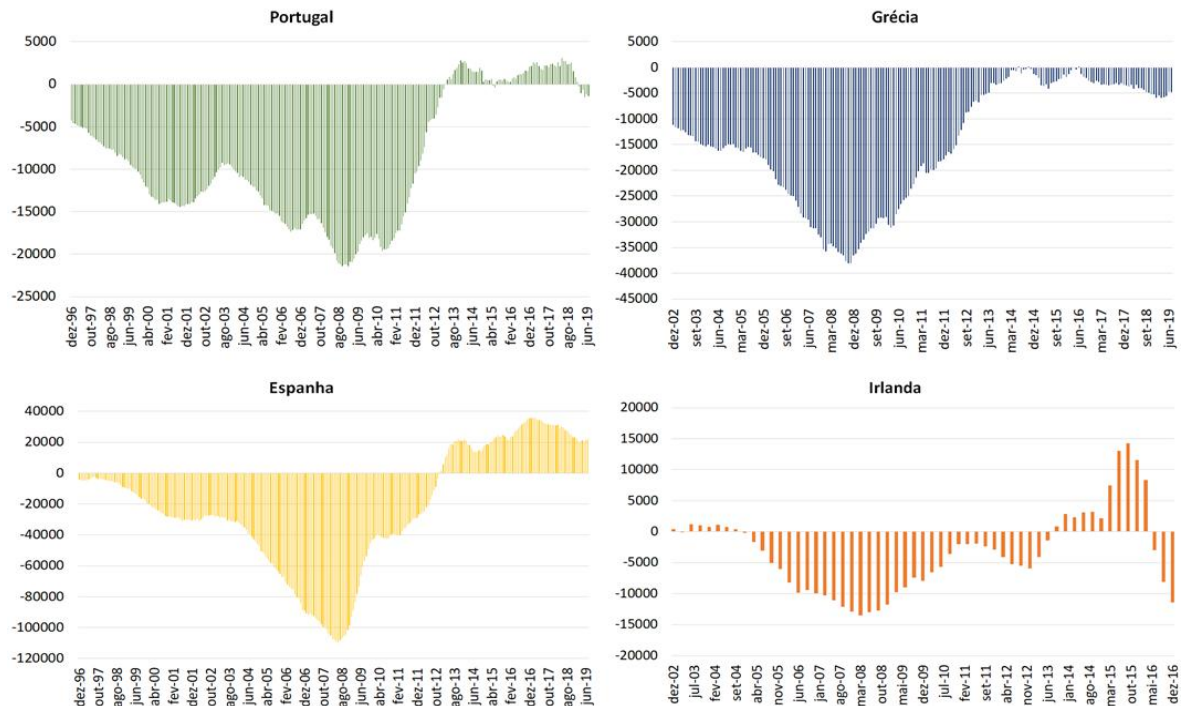


Fonte: Eurostat. Base 100 = média de 2012.

Aos poucos, o desequilíbrio externo foi sendo corrigido. Este processo se deu pela combinação de três efeitos resultantes do ajuste via preços: diferenciais negativos de inflação depreciaram suas taxas de câmbio real – barateando as exportações e encarecendo as importações; a redução relativa de custos observada acima promoveu um aumento das exportações; e a restrição de demanda interna provocada pelas fortes políticas de austeridade fiscal promoveu uma redução das importações.

Conforme os dados mostram, o saldo de transações correntes dos países selecionados retornou ao equilíbrio e apresentou, inclusive, robustos superávits, quando se tratando de Espanha e Irlanda. O ajuste foi capaz de impedir que a trajetória de crescente endividamento externo continuasse. Foi capaz também de atenuar as restrições fiscais, mas não de solucioná-las. Seriam necessários longos períodos de superávit em transações correntes para reduzir o nível de endividamento, o que dificilmente ocorreria.

Figura 8 – Saldo de Transações Correntes (milhões de Euros)



Fonte: Banco de Portugal (Portugal); Bank of Greece (Grécia); Banco de España (Espanha); Central Statistics Office (Irlanda). Saldo acumulado em 12 meses. Os dados apresentados para Irlanda estão em frequência trimestral.

O retorno ao equilíbrio dos saldos de transações correntes evidencia os resultados do ajuste. O ajuste via preços, no entanto, costuma estar acompanhado de alguns aspectos negativos. Na Europa, não foi exceção. Por um lado, o ajuste via preço requer, em geral, períodos de deflação. Períodos contínuos de deflação podem, por si só, gerar espirais deflacionárias e atrasar decisões de consumo. Além disso, a deflação provoca aumento das taxas de juros reais, inibindo investimento e progresso técnico capazes de elevar a produtividade. Por outro lado, e com efeito mais imediato, o custo social do ajuste via preço tende a ser tão alto, quanto maior for a rigidez de preços e salários na economia. Para alguns dos países periféricos da Europa – como Grécia, Espanha e Portugal – este custo foi especialmente alto. Foram precisos longos períodos de desemprego elevado e forte queda do produto para reduzir os custos do trabalho e a demanda interna.

Tabela 2: Taxas anuais de desemprego e variação do PIB

	Alemanha		Espanha		Grécia		Irlanda		Portugal	
	u (%)	Y (%)	u (%)	Y (%)	u (%)	Y (%)	u (%)	Y (%)	u (%)	Y (%)
2008	7,4	1,0	11,3	0,9	7,8	-0,3	6,8	-4,5	8,8	0,3
2009	7,6	-5,7	17,9	-3,8	9,6	-4,3	12,6	-5,1	10,7	-3,1
2010	7,0	4,2	19,9	0,2	12,7	-5,5	14,6	1,8	12,0	1,7
2011	5,8	3,9	21,4	-0,8	17,9	-9,1	15,4	0,3	12,9	-1,7
2012	5,4	0,4	24,8	-3,0	24,5	-7,3	15,5	0,2	15,8	-4,1
2013	5,2	0,4	26,1	-1,4	27,5	-3,2	13,8	1,4	16,4	-0,9
2014	5,0	2,2	24,5	1,4	26,5	0,7	11,9	8,6	14,1	0,8
2015	4,6	1,7	22,1	3,8	24,9	-0,4	10,0	25,2	12,6	1,8
2016	4,1	2,2	19,6	3,0	23,6	-0,2	8,4	3,7	11,2	2,0
2017	3,8	2,5	17,2	2,9	21,5	1,5	6,7	8,1	9,0	3,5
2018	3,4	1,5	15,3	2,4	19,3	1,9	5,8	8,2	7,0	2,6

Fonte: EuroStat. Na tabela, “u (%)” refere-se a taxa de desemprego e “Y (%)” refere-se a variação do PIB.

Na Tabela 2, é possível ter noção do custo social resultante do ajuste via preço⁴⁰. Para a economia alemã, que não apresentava desequilíbrios nas contas externas, a década seguinte à crise financeira global de 2008/2009 foi de desemprego cadente e crescimento sustentado.

Nos países periféricos, o custo social do ajuste se deu principalmente a partir do ano de 2011. No que se refere a produção total de suas economias, Espanha e Portugal apresentaram três anos consecutivos de recessão. A Irlanda iniciou o ajuste mesmo antes da crise de 2008 e, embora tenha passado por anos de baixo crescimento, não apresentou queda do produto. A Grécia, por sua vez, foi o país mais afetado pelo choque. Passou por quase uma década de queda de sua produção interna – no período mais crítico entre 2009 e 2013, o crescimento anual médio da economia grega foi de -5,9%. Sob a ótica do desemprego, verifica-se a fragilidade do mercado de trabalho nesses países. Os quatro países selecionados alcançaram taxas de

⁴⁰ A recessão do ano de 2009 foi resultado direto da crise financeira global de 2008 e não do processo de ajuste das economias periféricas.

desemprego de dois dígitos. No ano de 2013, Espanha e Grécia apresentaram taxas de desemprego que superavam os 25%. Portugal e Irlanda, por sua vez, apresentaram taxas em torno dos 15%.

Além do custo social enorme, as divergências de performance para o período dificultavam a condução de uma política monetária comum. Enquanto o Banco Central Europeu persegue sua meta a partir da inflação média de toda a Zona do Euro, o ajuste via preços pressupunha a ocorrência de forte divergência de taxas de inflação em favor de uma inflação mais baixa nos países periféricos.

Fica evidente que, o ajuste macroeconômico necessário de fato ocorreu. Foi possível reequilibrar preços relativos, eliminando consideravelmente o déficit em transações correntes dos países em questão. No entanto, o fato de o mecanismo de ajuste dominante ter sido o nível de preços tornou o processo custoso, tanto do ponto de vista econômico – com queda generalizada do produto ou, ao menos baixíssimo crescimento – quanto do ponto de vista social – com mercado de trabalho fragilizado e queda na renda das famílias.

3.3 MOBILIDADE DE PESSOAS NA EUROPA

A mobilidade de pessoas poderia exercer um papel fundamental como mecanismo alternativo de absorção de choques assimétricos na Zona do Euro. Puiu (2011) destaca a dificuldade de mensurar essa mobilidade, tanto no que tange à escolha de indicadores relevantes, quanto no que se refere à ausência de um valor de referência determinante para cada indicador. Nesse sentido, pretende-se apresentar alguns indicadores de mobilidade capazes de captar estoque e fluxo, comparando-os aos respectivos níveis verificados em outras uniões monetárias, a fim de avaliar a relevância deste mecanismo para os países europeus.

Chama atenção também a divulgação escassa de dados desagregados neste tema. Os dados desagregados de mobilidade para cada par de países da União Europeia nem sempre estão disponíveis e os dados agregados são divulgados a nível da união. Uma análise detalhada acerca da mobilidade somente entre os países da Zona do Euro se torna difícil. Dessa forma, os dados que serão apresentados se referem à mobilidade em toda a União Europeia. Convém destacar que parte relevante da mobilidade dentro da UE se dá em um fluxo leste – oeste, de países mais pobres do leste europeu para países mais ricos da Europa central. Além disso, o Reino Unido, até o referendo que decidiu pela sua saída do bloco, era o país que mais recebia trabalhadores de outros países-membros. Pelo fato de tanto o Reino Unido quanto alguns países do leste

europeu não serem membros da Zona do Euro, é razoável afirmar que quaisquer números de mobilidade apresentados a nível da UE seriam menores caso englobassem apenas países-membros da Zona do Euro.

Em relação aos dados de mobilidade para a União Europeia como um todo, é válido ressaltar também que, quando possível, a análise dos dados será mostrada incluindo e excluindo o Reino Unido. Este já não é mais um Estado-membro da UE e nunca foi membro da Zona do Euro ou Espaço Schengen. No entanto, entender a participação do Reino Unido na mobilidade de pessoas na Europa é fundamental dado que o país era um dos que mais recebia imigrantes de outros países-membros, principalmente, da Irlanda.

Arpaia *et al.* (2014) mostram que a participação de dois países na UE tem maior impacto sobre o fluxo migratório bilateral do que a participação de dois países na Zona do Euro. Através de um modelo gravitacional, os autores estimam que a participação mútua na UE, *ceteris paribus*, aumenta o fluxo migratório bilateral em cerca de 25%. Por outro lado, o fato de serem membros da Zona do Euro parece não impactar significativamente o fluxo migratório entre dois países. No entanto, os termos de interação estimados pelos autores sugerem que a participação mútua na Zona do Euro intensifica a relevância de outras variáveis. Por exemplo, o fato de dois países serem membros da Zona do Euro intensifica o fluxo migratório entre eles em direção ao país com taxa de desemprego relativamente mais baixa.

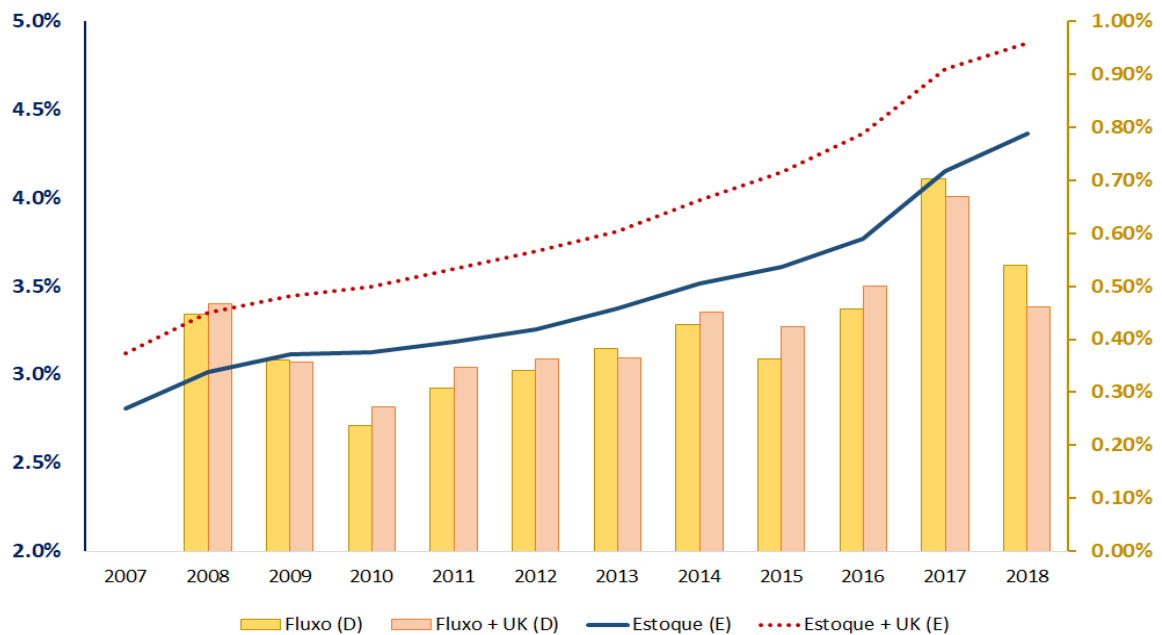
De acordo com OCDE (2012), a mobilidade de pessoas na União Europeia é baixa, principalmente, quando comparadas a países como EUA, Canadá e Austrália. Segundo o mesmo estudo, no ano de 2010, a mobilidade de pessoas entre os países-membros da UE representou cerca de 0,3% da população. A mobilidade entre os cinquenta estados dos EUA, por sua vez, representou cerca de 2,4% da população. Para as províncias do Canadá e Austrália, este número foi de 1% e 1,5%, respectivamente.

Ao analisar a performance de indicadores de mobilidade ao longo da última década, percebe-se um gradual aumento da mobilidade na Europa, especialmente do ponto de vista do estoque de migrantes. A Figura 9 mostra a quantidade de pessoas em idade ativa mensuradas em proporção de toda a população em idade ativa (PIA), que são nacionais de Estados-membros da UE ou da *EFTA*⁴¹, mas que residam em outros Estados-membros que não sejam seus Estados

⁴¹ *European Free Trade Association*. Composta por: Islândia, Liechtenstein, Noruega e Suíça. Embora não façam parte da UE, participam em muitas de suas esferas, através de acordos multilaterais. No que tange a mobilidade de pessoas, é válido inseri-los nos dados, pois são membros do Espaço Schengen.

de origem. Este indicador tem crescido de maneira gradual nos últimos anos. Em 2007, este grupo de migrantes representava 2,8% da PIA. Já em 2018, este número chegava a 4,4%. Quando se inclui o Reino Unido na análise, o estoque de migrantes saltou de 3,1% para 4,9% no mesmo período. Apesar do aumento, o número está muito abaixo da proporção encontrada nos EUA. Com base em dados do censo de 2010 do *US Census Bureau*, Arpaia *et al.* (2014) calcula que cerca de 30% da população estadunidense viva em outro estado dos EUA, que não o de nascimento.

Figura 9 – Nacionais da UE/*EFTA* residentes em outros países da UE/*EFTA* (% da PIA)



Fonte: Eurostat. Cálculos Próprios. Taxas medidas em proporção da PIA da UE/*EFTA*.

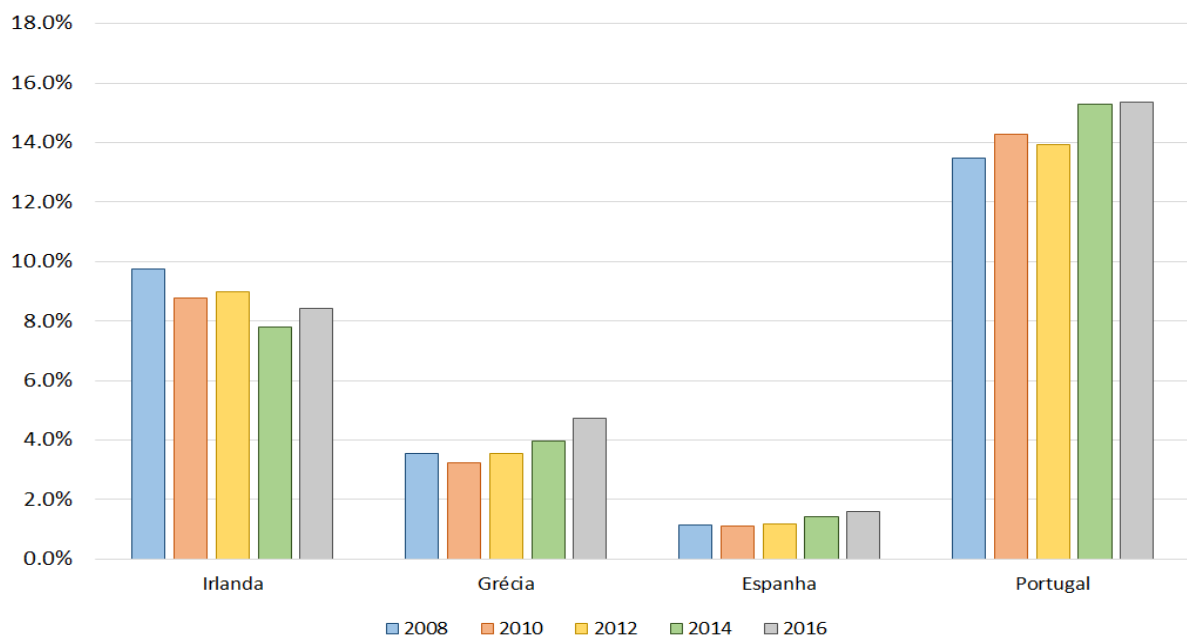
O fluxo anual de europeus que migra dentro do território dos países da UE e da *EFTA* apresenta tendência menos clara. Entre os anos de 2008 e 2018, a média da população migrante em proporção da PIA foi de 0,42%. No período mais agudo da crise, entre 2009 e 2014, esta média foi ainda menor, registrando 0,34%. Novamente, para efeito de comparação, Barslund e Busse (2016) afirmam que nos EUA, em média, cerca de 3% da população se move para outros estados todos os anos. Em outras palavras, a mobilidade anual nos EUA é de seis a dez vezes maior que a mobilidade anual na UE. Os dados para o bloco europeu como um todo sugerem que a mobilidade do fator trabalho é baixa e, possivelmente, pouco capaz de exercer o ajuste macroeconômico adequado frente a choques assimétricos. Este ajuste tende a ser ainda menor se os dados englobassem apenas os países-membros da Zona do Euro.

Da mesma forma que os desequilíbrios macroeconômicos e o processo de ajuste via preço foram apresentados para quatro países selecionados – Espanha, Grécia, Irlanda e

Portugal, convém analisar, quando possível, a mobilidade nesses países e, especialmente, seu perfil e comportamento durante o período mais crítico do ajuste.

Quando se analisa o estoque de emigrantes destes países, percebe-se que, o período de crise e de ajuste macroeconômico mais crítico entre 2009 e 2014 não implicou em um aumento considerável da emigração para outros países da Europa. De fato, não é possível perceber qualquer padrão relevante. A Figura 10 mostra o estoque da população em idade ativa, emigrante e residente em outros países-membros da UE e da *EFTA*, em proporção da PIA do país de origem. Do ponto de vista da estrutura migratória, portugueses e irlandeses se mostram mais propensos a emigrar para outros países europeus. Em Portugal, esta parcela da população é crescente e representava, em 2016, 15,4% da PIA portuguesa. A Irlanda, embora com trajetória decrescente, ainda apresenta um estoque relevante de emigrantes residentes em outros países europeus. Por outro lado, gregos e espanhóis são menos propensos a emigrar para outros Estados-membros da UE e *EFTA*. Na Espanha, menos de 2% da PIA vive em outro país do bloco.

Figura 10 – Estoque de nacionais residentes em outros países da UE/*EFTA* (% da PIA)



Fonte: Eurostat. Cálculos próprios. Estoque medido em proporção da PIA de cada país.

A questão principal, no entanto, é que os dados de estoque de emigrantes não apontam para um salto expressivo da mobilidade dos nacionais destes países durante os anos mais críticos do período de ajuste. Contraditoriamente, como observado na Tabela 3, as taxas médias

de imigração líquida⁴² nos países selecionados sugerem que a mobilidade de pessoas, de alguma forma, atuou no processo de ajuste. Nesses países, a década iniciada em 2010 apresentou taxas médias de imigração líquidas menores que as décadas anteriores. Os dados mostram que no período mais crítico de ajuste de cada país, essa taxa foi consideravelmente negativa, o que demonstra que houve um movimento migratório de saída desses países. Tal movimento teria exercido algum ajuste.

Tabela 3: Taxa média de imigração líquida (%)

	1990 - 99	2000 - 09	2010 - 18	Período de ajuste
Zona do Euro	2,2	3,6	2,6	
Espanha	3,3	12,0	0,5	-2,7 (2012 – 15)
Grécia	6,0	2,9	-2,2	-3,8 (2010 – 15)
Irlanda	2,0	10,1	0,2	-4,6 (2009 – 13)
Portugal	1,6	2,7	-1,3	-2,4 (2011 – 16)

Fonte: Eurostat.

Três pontos relacionados à natureza dos dados apresentados podem explicar essa contradição. Em primeiro lugar, a taxa de imigração líquida engloba todas as faixas etárias - ao contrário do indicador de estoque que engloba apenas a PIA. Em segundo lugar, essa taxa abrange o total de entrada e saída de pessoas, independente da nacionalidade – o indicador de estoque, por sua vez, abrange somente os nacionais dos países selecionados. E terceiro, por abranger o total de entrada e saída de pessoas, a taxa engloba também movimentos migratórios de fora e para fora da UE. A fim de buscar um esclarecimento do verdadeiro papel da mobilidade no processo de ajuste dos países selecionados, uma análise do perfil emigratório em tais países torna-se essencial.

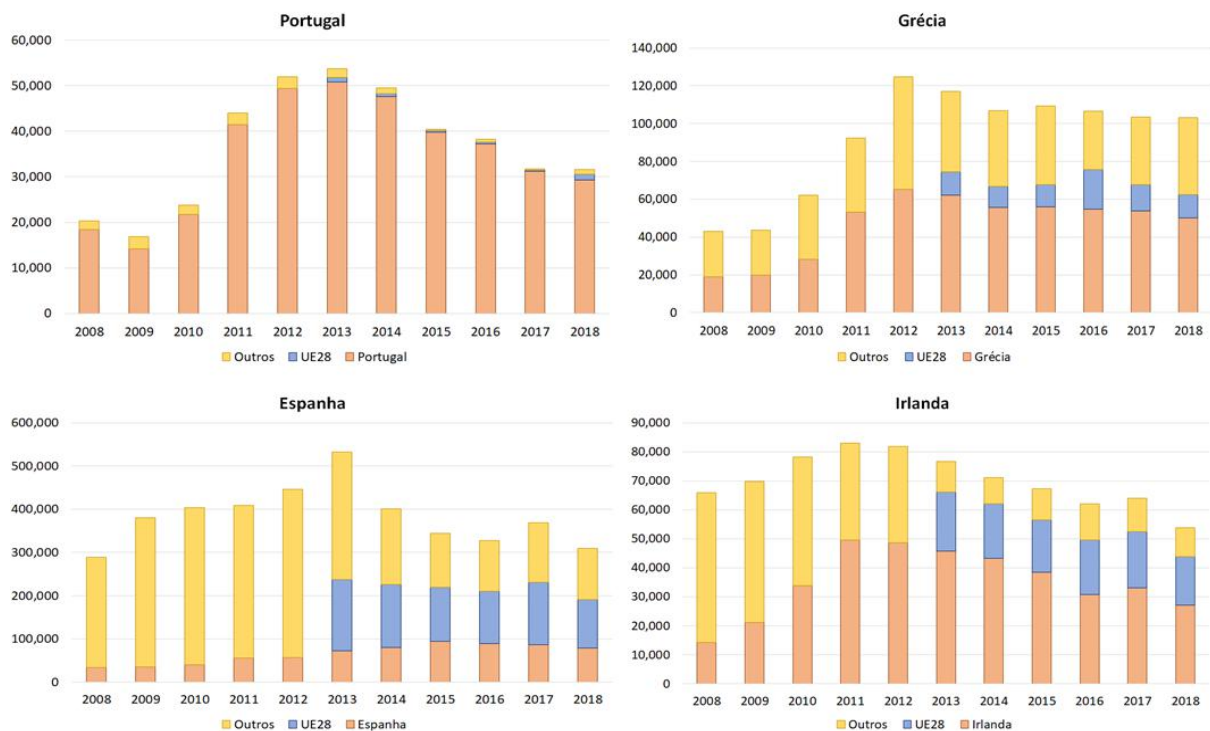
O primeiro ponto, referente à inclusão de diferentes faixas etárias, parece não ter muita relevância para explicar a contradição encontrada. Por hipótese, a grande maioria das pessoas migra em busca de emprego e, portanto, fazem parte da PIA. Os dados confirmam esta hipótese para Espanha e Portugal⁴³. A participação de emigrantes entre 15 e 64 anos (PIA) no total de emigrantes nestes países foi, em média, 83% e 89%, respectivamente.

⁴² Taxa de imigração líquida é a razão entre: (Total de Imigrantes – Total de Emigrantes) / População Total.

⁴³ Pela ausência de dados, não é possível confirmar esta hipótese para Grécia e Irlanda.

Por outro lado, tanto o segundo quanto o terceiro ponto se mostram importantes para a análise. Nas Figuras 11 e 12, está exposta a composição do total de emigrantes por cidadania e por país de destino, respectivamente, para os quatro países selecionados, entre os anos de 2008 e 2018. Inicialmente, destaca-se o claro aumento no fluxo emigratório total nesses países nos principais anos de ajuste, o que condiz com as taxas de imigração líquidas negativas apresentadas anteriormente. No entanto, a composição desse fluxo varia consideravelmente de um país para o outro. No que se refere às aberturas por cidadania, há uma evidente diferença, principalmente entre Portugal e Espanha. Na Espanha, a maioria dos emigrantes não tem cidadania espanhola⁴⁴. Além disso, a emigração de cidadãos espanhóis em si, aumentou apenas gradualmente, o que implica que o salto no fluxo emigratório na Espanha, entre 2008 e 2013, foi explicado pela saída de não-espanhóis. Cenário oposto ocorreu em Portugal. Em média, 94% dos emigrantes tinham cidadania portuguesa e foram integralmente responsáveis pelo salto emigratório nos anos de crise.

Figura 11 – Perfil emigratório dos países selecionados: aberturas por cidadania



Fonte: Eurostat. Abertura “UE28” (azul) disponível apenas a partir de 2013. Para os dados anteriores a 2013, esta é incluída na abertura “Outros”. Dados expressos em número de pessoas.

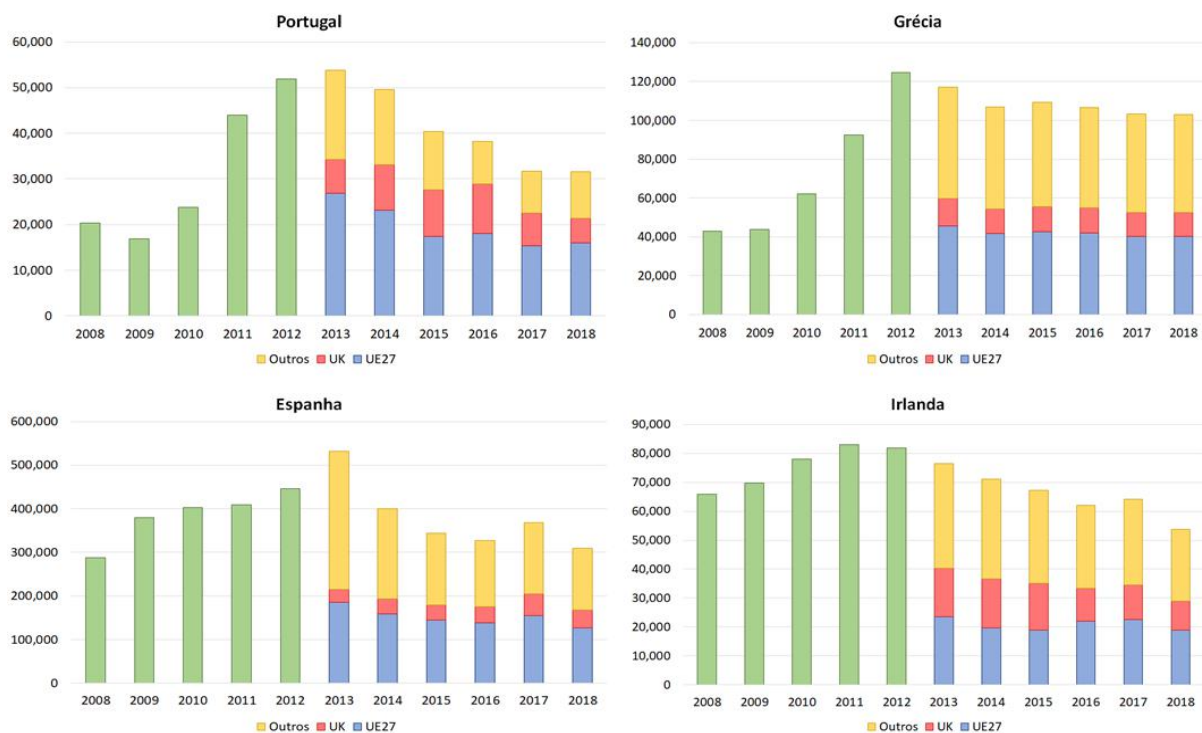
Irlanda e Grécia apresentam composições mais distribuídas. Na Grécia, a participação de gregos na população emigrante se manteve constante, a uma média de 50% do total. A

⁴⁴ São indivíduos de outras nacionalidades que residiam na Espanha e que deixaram o país no momento de crise.

Irlanda, por sua vez, teve um aumento relativo de irlandeses na composição da emigração total nos anos de crise. Em 2008, representavam apenas 21% do total de emigrantes. Em 2013, esse número chegou a 60%.

Infelizmente, a composição do total de emigrantes por país de destino está disponível apenas a partir de 2013⁴⁵. Nos quatro países selecionados, boa parte dos emigrantes não tem como destino países do bloco europeu. Na Espanha e na Grécia, cerca de 50% do fluxo emigratório tem como destino países de fora da Europa. Na Irlanda, este número chega a 47%, na média entre 2013 e 2018. Portugal é o único país no qual o número de emigrantes para fora da Europa é consideravelmente menor que o fluxo para dentro da Europa – apenas cerca de 30% do fluxo emigratório com origem em Portugal tem como destino países de fora da Europa. Tal dado se alinha à trajetória de estoque de emigrantes portugueses mostrada no Gráfico 8.

Figura 12 – Perfil emigratório dos países selecionados: aberturas por país de destino



Fonte: Eurostat. Aberturas disponíveis apenas a partir de 2013. Dados expressos em número de pessoas.

Pela carência de dados desagregados, não é possível cruzar as aberturas por cidadania e por país de origem. A intuição comum indicaria que boa parte do grupo emigrante sem cidadania europeia compõe boa parte do grupo emigrante para fora da Europa. O contrário

⁴⁵ Pelo fato de cada abertura apresentar desvios-padrão baixos, é razoável afirmar que a média encontrada para cada abertura a partir de 2013 deve se aproximar daquelas que seriam verificadas para o período anterior a 2013, caso estes dados estivessem disponíveis.

poderia ser verdadeiro para os emigrantes de cidadania europeia. A dificuldade de cruzamento dessas informações impossibilita maior comprovação estatística para essa intuição.

De qualquer forma, os dados apresentados permitem chegar a algumas observações sobre o papel da mobilidade de pessoas no processo de ajuste dos países mais atingidos pelos choques assimétricos.

Por um lado, as taxas de imigração líquidas, combinadas à trajetória dos dados de emigração total, sugerem que os fluxos migratórios responderam ao choque assimétrico que atingiu os países selecionados – em todos os países analisados, a taxa de imigração líquida foi negativa e a emigração aumentou no auge da crise. De imediato, é possível questionar se a magnitude do aumento da emigração seria suficiente para exercer seu papel como mecanismo de ajuste. Apesar do aumento, a proporção do total de emigrantes em relação à população total continuou baixa. Quando calculada em proporção do total de desempregados, a emigração total se mostra relevante apenas na Irlanda, onde representa, em média, 30% do total de desempregados. Para Espanha, Grécia e Portugal, essa proporção é de 8%, 10% e 6%, respectivamente.

Além disso, mesmo sob a hipótese de que a mobilidade exerceu ajuste relevante, a composição do perfil emigratório sugere um ajuste incompleto e parcial. Do ponto de vista da nacionalidade do emigrante, esta não é empecilho para o ajuste, desde que a migração de fato ocorra dentro do território da Zona do Euro. Logo, o país de destino é uma informação crucial para analisar a consolidação do ajuste. O fato de boa parte da emigração dos países selecionados ter como destino países de fora da Europa torna o ajuste parcial, seja qual for sua magnitude. Esse tipo de mobilidade, por um lado, alivia o custo social dos países atingidos pelo choque. Por outro lado, como o país de destino não pertence à Zona do Euro, o desequilíbrio entre os membros da união monetária não é eliminado.

Neste capítulo mostrou-se que, foram os diferenciais de inflação a principal origem dos choques assimétricos que assolaram os países periféricos. Apesar de pequenos em magnitude, a continuidade de tais diferenciais foi capaz de alterar preços relativos e impactar diretamente o saldo de transações correntes desses países. O ajuste para retorno ao equilíbrio, se deu, em grande medida, via preço. As fortes reduções de custo do ajuste via preço estavam, no entanto, acompanhadas de um alto custo social. Foi argumentado também, que a mobilidade de pessoas não exerceu ajuste suficiente para minimizar tal custo social. Apesar das trajetórias de aumento da mobilidade nos anos de crise na Zona do Euro, esta não parece apresentar a magnitude

suficiente para eliminar os desequilíbrios da moeda única, tanto do ponto de vista comparativo com outras uniões monetárias, quanto do ponto de vista do perfil da mobilidade desses países.

CONCLUSÃO

Com a eliminação das flutuações cambiais, a presença de outros mecanismos de ajuste na Zona do Euro como a mobilidade do fator trabalho, é essencial para a absorção de choques assimétricos e manutenção do equilíbrio dentro da união monetária.

Como argumentado ao longo deste estudo, os países que utilizam o Euro parecem não apresentar o grau de convergência econômica necessário para minimizar a incidência de choques assimétricos. Alguns aspectos estruturais, como performance do nível de preços e rigidez no mercado de trabalho, parecem não ter sido devidamente abordados antes da introdução da moeda única. Por um lado, nos primeiros anos após sua introdução, os diferenciais de inflação entre seus países-membros, embora de baixa magnitude, não se anulavam ao longo do tempo, o que acabava por alterar a competitividade relativa e gerava desequilíbrios ao saldo de transações correntes. Por outro lado, os mecanismos de ajuste necessários não estavam presentes. O grau de rigidez do nível de preços e salários tornou o ajuste via preço socialmente custoso.

Por sua vez, a mobilidade do fator trabalho, outro mecanismo de ajuste disponível e foco principal deste estudo, estava pouco presente e atuou apenas marginalmente no processo de ajuste. Não apenas a magnitude da mobilidade é baixa, quando comparada a outras uniões monetárias mais integradas e há mais tempo estabelecidas, como a composição dessa mobilidade sugere um ajuste apenas parcial. Mesmo que a magnitude da mobilidade fosse alta, foi mostrado no capítulo III que a maior parte dela teve como destino países de fora da Europa e, especialmente, de fora da Zona do Euro. Esse tipo de mobilidade, por um lado, pode até aliviar o custo de ajuste dos países atingidos pelo choque, mas não necessariamente resolve os desequilíbrios internos à união monetária. A mobilidade de pessoas na Europa foi e é um mecanismo de absorção de choques subutilizado.

A minimização das barreiras burocráticas à mobilidade de pessoas antes da adesão ao Euro, através do direito à livre circulação de pessoas e da formação do Espaço Schengen não foi capaz de, por si só, aumentar consideravelmente a magnitude da mobilidade de pessoas dentro do bloco. É necessário que os países-membros da Zona do Euro deem continuidade ao processo de integração, com o intuito de facilitar e incentivar ainda mais a mobilidade através da redução de barreiras de cunho institucional e social.

Uma discussão detalhada de tais barreiras é densa o suficiente para a elaboração de um novo trabalho. De uma maneira geral, estas tendem a ser de natureza cultural e linguística, ou

podem derivar de assimetrias de informação no mercado de trabalho e no reconhecimento de qualificações, ou ainda, da falta de coordenação dos sistemas de seguridade social. O fato é que estas barreiras institucionais e sociais podem ser minimizadas através de maior coordenação e integração entre os Estados-membros da União Europeia, mas principalmente da Zona do Euro. Reformas estruturais a nível nacional e supranacional devem ser discutidas e colocadas em prática, a fim de flexibilizar e aumentar a mobilidade de pessoas dentro da Europa e permitir que este mecanismo de ajuste atue na absorção dos choques assimétricos que podem vir a ocorrer, garantindo um funcionamento mais eficiente da moeda única.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, Alberto; ANGELONI, Ignazio; ETRO, Federico. **The political economy of international unions**. NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 8645, 2001.

ARPAIA, Alfonso. *et al.* **Labour mobility and labour market adjustment in the EU**. Comissão Europeia, Economic Paper n° 539, 2014.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Financial integration in Europe**. ECB Publications, Frankfurt: European Central Bank, Eurosystem, May, 2017. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201705.en.pdf>

BARSLUND, Mikkel; BUSSE, Matthias. **Labour mobility in the EU: addressing challenges and ensuring ‘fair mobility’**. Center for European Policy Studies, CEPS Special Report n° 139, 2016.

BEETSMA, Roel; GIULIODORI, Massimo. **The macroeconomic costs and benefits of the EMU and other monetary unions: an overview of recent research**. Journal of Economic Literature, American Economic Association, Vol. 48, n° 3, 2010.

COMISSÃO EUROPEIA. **Back to Schengen - A Roadmap**. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the Council, COM (2016) 120, 2016.

DEGRAUWE, Paul. **What have we learnt about monetary integration since the Maastricht Treaty?** Journal of Common Market Studies, Vol. 44, n° 4, pp. 711 – 730, 2006.

DORNBUSCH, Rudiger. **Expectations and exchange rate dynamics**. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 84, n° 6, pp. 1161 – 1176, 1976.

DUARTE, Margarida. **The Euro and inflation divergence in Europe**. Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 89, n° 3, pp. 53 – 70, 2003.

EGGERS, Amanda. **20 Years with the Schengen Area: does it boost trade?** Dissertação (Mestrado em Economia) – Department of Economics, Lund University, Suécia, 2016.

EICHENGREEN, Barry; FRIEDEN, Jeffry. **The Political Economy of European Monetary Unification: an analytical introduction**. Economics and Politics, Vol. 5, n° 2, pp. 85 – 104, 1993.

- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. **Exchange rates and financial fragility.** NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 7418, 1999.
- FLEMING, J. Marcus. **On Exchange rate unification.** The Economic Journal, Oxford University Press, Vol. 81, n° 323, pp. 467 – 488, 1971.
- FRANKEL, Jeffrey; ROSE, Andrew. **Economic structure and the decision to adopt a common currency.** Center for International and Development Economics Research, University of California at Berkeley, Working Paper n° C96-073, 1996.
- FRANKEL, Jeffrey; ROSE, Andrew. **The endogeneity of the Optimum Currency Area criteria.** The Economic Journal, Oxford University Press, Vol. 108, n° 449, pp. 1009 – 1025, 1998.
- FRANKS, Jeffrey. *et al.* **Economic Convergence in the Euro Area: coming together or drifting apart?** IMF Working Paper, Fundo Monetário Internacional, Working Paper 18/10, 2018.
- FRIEDMAN, Milton. **The case for flexible exchange rates.** Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, pp. 157 – 203, 1953.
- HENNING, C. Randall. **Systemic conflict and regional monetary integration: the case of Europe.** International Organization, Cambridge University Press, Vol. 52, n° 3, pp. 537 – 573, 1998.
- HISHOW, Ognian. *et al.* **The Euro Paradox: explaining the resilience of the single currency.** Stiftung Wissenschaft und Politik, German Institute for International and Security Affairs, Working Paper RD EU/Europa, n° 1, 2018.
- HONOHAN, Patrick; LANE, Philip. **Divergent inflation rates in EMU.** IIS Discussion Paper, Institute for International Integration Studies, Discussion Paper n° 5, 2003.
- HORVATH, Roman; KOMAREK, Lubos. **Optimum Currency Area Theory: an approach for thinking about monetary integration.** Warwick Economic Research Papers, The University of Warwick, n° 647, 2002.
- KENEN, Peter. **The Optimum Currency Area: an eclectic view.** In MUNDELL, Robert; SWOBODA, Alexandre. Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, 1969.

- JOHNSON, Harry. **The case for flexible exchange rates, 1969.** “UK and Floating Exchanges”, The Institute of Economic Affairs, Hobart Papers n° 46, pp. 12 – 24, 1969.
- KRUGMAN, Paul. **Lessons of Massachusetts for EMU.** In TORRES, Francisco; GIAVAZZI, Francesco. Adjustment and Growth in the European Monetary Union, pp. 241- 269, 1993.
- MCCALLUM, John. **National borders matter: Canada-US regional trade patterns.** The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 85, n° 3, pp. 615 – 623, 1995.
- MCKINNON, Ronald. **Optimum Currency Areas.** The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 53, n° 4, pp. 717 – 724, 1963.
- MEADE, James. **The balance of payments problem of a free trade area.** The Economic Journal, Oxford University Press, Vol. 67, pp. 379 – 396, 1957.
- MONGELLI, Francesco. **‘New’ views on the Optimum Currency Areas theory: what is EMU telling us?** ECB Working Paper Series, European Central Bank, Working Paper n° 138, 2002.
- MUNDELL, Robert. **A Theory of Optimum Currency Areas.** The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 51, n° 4, pp. 657 – 665, 1961.
- NGAI, Victor. **Stability and Growth Pact and fiscal discipline in the Eurozone.** University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center, Working Paper 12-10, 2012.
- OCDE. **Mobility and Migration in Europe.** In OECD Economic Survey: European Union 2012, Capítulo 2, pp. 61 – 86, 2012.
- PUIU, Cristina. **Labour mobility as an adjustment mechanism in the Euro Area.** Centre for European Studies, CES Working Papers, Vol. 3, n° 4, pp. 579 – 591, 2011.
- RESOLUTION OF THE EUROPEAN COUNCIL ON THE STABILITY AND GROWTH PACT. 17 de junho de 1997. Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802\(01\):EN:HTML](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802(01):EN:HTML).
- RICCI, Luca. **A model of an Optimum Currency Area.** IMF Working Paper, International Monetary Fund, Working Paper 97/76, 1997.

ROSE, Andrew; VAN WINCOOP, Eric. **National money as a barrier to international trade: the real case for currency union.** *The American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 91, n° 2, pp. 386 – 390, 2001.

SADEH, Tal; VERDUN, Amy. **Explaining Europe’s Monetary Union: a survey of the literature.** *International Studies Review*, The International Studies Association, Vol. 11, n° 2, pp. 277 – 301, 2009.

TAVLAS, George. **The ‘new’ theory of Optimum Currency Areas.** *The World Economy*, Wiley, Vol. 16, n° 6, pp. 663 – 685, 1993.

TOWBIN, Pascal; WEBER, Sebastian. **Limits of floating Exchange rates: the role of foreign currency debt and import structure.** IMF Working Paper, Fundo Monetário Internacional, Working Paper 11/42, 2011.

TRATADO DA UNIÃO EUROPEIA. 7 de fevereiro de 1992. Disponível em: https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf.

TRATADO DE ROMA. 25 de março de 1957. Disponível em: https://ec.europa.eu/romania/sites/romania/files/tratatul_de_la_roma.pdf.

VIÑALS, Jose. **Building a Monetary Union in Europe: Is it worthwhile, where do we stand and where are we going?** Banco de España – Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n° 9412, 1994.

WILLET, Thomas. **Some political economy aspects of EMU.** *Journal of Policy Modeling*, Society for Policy Modeling, Vol. 22, n° 3, pp. 379 – 389, 2000.

WOO, Wing. **Exchange rates and the prices of nonfood, nonfuel products.** *Brooking Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Vol. 15, n° 2, pp. 511 – 536, 1984.

ZESTOS, George; BENEDICT, Jason. **European Monetary Union: a history.** *In* SPATAREANU, Mariana; ERBIL, Can. *Encyclopedia of International Economics and Global Trade*, Capítulo 2, pp. 131 – 171, 2018.