



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 19.6.2002
COM(2002) 332 final

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

**A Zona do Euro na Economia Mundial
– Um balanço dos primeiros três anos –**

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

ÍNDICE

RESUMO	3
1. SITUAÇÃO ECONÓMICA E REALIZAÇÕES POLÍTICAS	8
1.1 A zona do euro ao fim de três anos: fazendo face ao abrandamento mundial	8
1.2 A taxa de câmbio do euro e as contas externas	10
1.3 Políticas económicas na zona do euro.....	12
1.4 Coordenação das políticas económicas na UEM	15
2. CONTROLO DA EVOLUÇÃO DOS SALÁRIOS NA UEM	17
2.1 Introdução	17
2.2 Evolução global dos salários: alguns factos concisos	18
2.3 Factores subjacentes à moderação salarial observada nos últimos anos.....	20
3. O INVESTIMENTO E O POTENCIAL DE CRESCIMENTO DA ZONA DO EURO	23
3.1. Tendências do investimento na zona do euro na década de 90.....	23
3.2 Determinantes do investimento na zona do euro	25
4 O SISTEMA FINANCEIRO DA ZONA DO EURO	28
4.1 Evolução global do sistema financeiro da UE	28
4.2 Mercados monetários e de derivados	29
4.3 Mercados obrigacionistas.....	30
4.4 Mercados accionistas	32
4.5 Capital de risco.....	34
4.6 Intermediários financeiros.....	34
4.7 Desafios para os decisores políticos.....	35
5. O EURO COMO MOEDA INTERNACIONAL	37
5.1 Introdução	37
5.2 A utilização internacional do euro pelo sector privado.....	37
5.3 A utilização internacional do euro pelo sector público.....	39
5.4 Os países candidatos e a adopção do euro	40
5.5 A contribuição da zona do euro para a coordenação política global.....	41

A Zona do Euro na Economia Mundial – Resumo

Em 1 de Janeiro de 1999, assistiu-se ao lançamento da União Económica e Monetária (UEM) com 11 Estados-Membros que tinham atingido um elevado grau de convergência nominal, tal como estava previsto no Tratado de Maastricht. Considerou-se, subseqüentemente, que a Grécia também já reunira as condições para uma participação bem sucedida, tendo-se este país juntado aos restantes em 1 de Janeiro de 2001. A introdução de notas e moedas em 1 de Janeiro de 2002 constituiu um difícil exercício logístico, tendo a sua realização pelo conjunto dos actores económicos excedido as expectativas. O euro tornou-se uma realidade tangível.

Os benefícios da moeda única, fundamentados num quadro institucional sólido de políticas macroeconómicas responsáveis, combinadas com reformas estruturais, foram visíveis nos primeiros três anos UEM. Nos primeiros dois anos, o PIB cresceu cerca de 3%, ligeiramente acima do potencial, sem criar o tipo de desequilíbrios que ameaçam a sustentabilidade do crescimento em muitas partes do mundo. A poupança privada manteve-se num nível satisfatório de cerca de 15% do rendimento disponível, os défices orçamentais continuaram a diminuir, embora a um ritmo mais baixo do que durante a fase de convergência de 1990-1998, aumentando a poupança pública líquida, e o investimento manteve uma trajetória forte, mas constante, sem criar problemas de sobreinvestimento. Em consequência, as balanças de transacções correntes da zona do euro mantiveram-se, de um modo geral, equilibradas.

No terceiro ano da sua existência a moeda única teve de fazer face à desaceleração da economia mundial

Em 2001, a economia mundial arrefeceu muito rapidamente e a taxa de crescimento do comércio mundial diminuiu de cerca de 12%, no ano anterior, para um crescimento quase nulo. Muito embora a zona do euro seja uma entidade económica significativamente mais compacta do que os Estados-Membros que a constituem, o comércio continua a ser importante e o notório declínio do comércio mundial não podia deixar de ter um impacto significativo. Além disso, a zona do euro está altamente integrada na economia mundial, pelo que o impacto de factores externos se faz igualmente sentir a nível das ligações financeiras, das participações transfronteiras em empresas e da confiança. Os choques comuns – aumento dos preços do petróleo, acontecimentos de 11 de Setembro e correcção dos preços das acções – contribuíram para o abrandamento global. No entanto, os factores internos também tiveram influência. O crescimento do PIB na zona do euro desacelerou ao longo do ano, tendo praticamente estagnado no último trimestre de 2001.

Apesar do abrandamento da actividade, a criação de emprego resistiu surpreendentemente bem, o que representa muito provavelmente um resultado benéfico das reformas do mercado de trabalho, realizadas em preparação da moeda única e que têm prosseguido desde a sua introdução. Nos primeiros três anos da UEM, foram criados cerca de 6 milhões de postos de trabalho na zona do euro. Um aspecto ligeiramente menos positivo é o facto da inflação ter aumentado, do nível muito baixo, pouco acima de 1%, prevalente no primeiro ano da terceira fase da UEM, para 2,5% em 2001. A inflação foi principalmente motivada por uma sucessão de factores específicos: duas subidas dos preços do petróleo, cujo efeito veio somar-se à fraqueza do euro face às moedas dos principais parceiros comerciais, e uma série de aumentos dos preços dos géneros alimentícios, causados por epidemias e pelas más condições climatéricas.

A taxa de câmbio do euro e o desempenho externo

Desde que foi lançado, em 1999, o euro desvalorizou-se em mais de 20% relativamente ao dólar dos EUA. Em termos nominais, deprecou-se efectivamente mais de 10% até à Primavera de 2001, mas tem-se mantido bastante estável desde então¹. A taxa de câmbio efectiva real do euro, em termos de custo do trabalho por unidade de produto, é muito inferior à sua média de longo prazo (1980-2000). Consequentemente, os produtores da zona do euro encontram-se numa posição concorrencial

¹ Os últimos dados utilizados para a presente Comunicação reportam-se a 21 de Março de 2002.

favorável face aos fornecedores de países terceiros. A vantagem competitiva da produção interna em relação à oferta externa ajuda a explicar porque é que as exportações líquidas puderam contribuir positivamente para o PIB em 2001, não obstante o acentuado declínio do comércio mundial. Ao mesmo tempo, a incapacidade de o euro se valorizar para um nível mais compatível com os factores fundamentais económicos não foi favorável à contenção da inflação.

De um ponto de vista global, continuaram a registar-se fortes desequilíbrios externos. Ao acentuado défice das balanças de transacção correntes dos EUA opõe-se o elevado excedente das balanças de transacções correntes do Japão e outros países asiáticos, enquanto o saldo da zona do euro, no seu conjunto, ficou próximo do equilíbrio. Resta saber até que ponto é importante a contribuição dos factores cíclicos para os desequilíbrios globais, embora devam atenuar-se quando o crescimento económico nas respectivas zonas regressar à sua taxa tendencial.

Políticas orçamental e monetária

A partir de uma situação orçamental desequilibrada, verificaram-se, nos últimos seis anos, grandes progressos no sentido de uma maior consolidação orçamental. O ajustamento orçamental tem prosseguido na maioria dos países, embora esteja em fase de desaceleração. Desde o início de 1999 foram prosseguidas políticas orçamentais no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que têm permitido cumprir o valor de referência de 3%. Devido aos cortes fiscais anteriormente decididos e ao abrandamento cíclico ocorrido em 2001, os défices orçamentais efectivos cresceram, mas os défices estruturais permaneceram em grande medida inalterados. O funcionamento dos estabilizadores automáticos amorteceu os efeitos do abrandamento na maioria dos Estados-Membros.

Não obstante os progressos realizados, os défices orçamentais da Alemanha, França, Itália e Portugal continuam a ser apreciáveis. Há que efectuar novos esforços de consolidação para atingir situações próximas do equilíbrio em 2004, tendo sido assumidos compromissos neste sentido durante a ronda de actualização dos programas de estabilidade, em 2001, tendo o compromisso dos Estados-Membros com vista a atingir este objectivo a médio prazo sido confirmado pelo Conselho Europeu de Barcelona. Em resultado do debate no Conselho de projectos de recomendação da Comissão da emissão de um “alerta rápido”, a Alemanha e Portugal assumiram compromissos políticos firmes que deram resposta, no essencial, às preocupações da Comissão.

A política monetária continuou a centrar-se no seu objectivo primário da estabilidade dos preços na zona do euro, definida pelo BCE como uma taxa de inflação, avaliada pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), inferior a 2% a médio prazo. A orientação previsional, a médio prazo, do BCE permitiu diminuir quatro vezes as taxas de juro em 2001, num total cumulativo de 150 pontos, para um nível de 3 ¹/₄%, num contexto económico de abrandamento, que exercia pressões no sentido da diminuição da inflação. As condições de financiamento continuaram a ser propícias ao crescimento. Simultaneamente, as expectativas em termos de inflação mantiveram-se compatíveis com a definição quantitativa da estabilidade de preços do BCE. Contudo, as taxas de inflação continuaram a diferir consoante os Estados-Membros e as condições monetárias tendem a ser demasiado rígidas quando as pressões inflacionistas são baixas e excessivamente acomodáticas quando a procura final excede o produto potencial. A política orçamental pode constituir um instrumento para o efeito, mas corre o risco de ficar sobrecarregada, se não existir um sistema de preços e salários mais flexível.

Coordenação das políticas

Nos primeiros três anos da UEM prevaleceu um quadro de política económica sã, caracterizada por uma série de princípios consagrados no Tratado: empenhamento numa economia de mercado aberto e de livre concorrência, preços estáveis e finanças públicas sólidas, que sejam conducentes a um crescimento sustentável e a um elevado nível de emprego. A política da moeda única está confiada a um BCE independente, cujo objectivo primordial é manter a estabilidade dos preços. A responsabilidade pela maioria das outras políticas económicas, isto é, as políticas orçamentais e as políticas estruturais nacionais, continua a competir aos Estados-Membros.

O Tratado prevê um sistema de coordenação das políticas económicas, que promova efeitos adicionais positivos e tenha em conta as eventuais externalidades negativas, que podem surgir num processo de tomada de decisões não coordenado. As Orientações Gerais para as Políticas Económicas (OGPE) dos Estados-Membros e da Comunidade são o elemento fulcral deste sistema. O ritmo vigoroso da criação de emprego, verificado desde 1997, reflecte igualmente as reformas do mercado de trabalho empreendidas pelos Estados-Membros, nomeadamente no contexto da Estratégia Europeia para o Emprego. As directrizes para o emprego anuais constituem o instrumento baseado no Tratado para a coordenação das políticas de emprego. Um outro elemento importante, baseado no Tratado, consiste na supervisão multilateral das políticas económicas.

Poderá reforçar-se a coordenação das políticas económicas (isto é, orçamentais e estruturais) através, da racionalização dos processos, se for caso disso, e da aplicação das medidas sugeridas pela Comissão e aprovadas pelo Conselho Europeu de Barcelona. Para melhorar a avaliação comum da situação económica, é necessário prosseguir os trabalhos, que se destinam a dar resposta às necessidades estatísticas da UEM. Além disso, a fim de ser possível chegar a um entendimento mais generalizado do que constituem boas políticas económicas na UEM, a Comissão tenciona propor um conjunto de normas comuns para a condução das políticas económicas, tendo em vista facilitar a obtenção de consensos, melhorar a governação económica e aumentar a transparência.

Formação de salários no quadro da UEM

A União Monetária mudou em muitos aspectos a envolvente macroeconómica da fixação de salários e preços na zona do euro. É necessário adaptar o comportamento em matéria de negociação salarial ao novo enquadramento das políticas económicas, que exige um maior grau de flexibilidade dos salários nominais para garantir a competitividade na zona do euro. Simultaneamente, os aumentos salariais a nível nacional devem ter em conta o respectivo impacto na inflação de toda a zona.

Na última década, registaram-se progressos notáveis em matéria de estabilização nominal dos preços e salários, na zona do euro. Na verdade, na década de 90 ocorreu um processo de desinflação notável, tendo a taxa de inflação descido abaixo dos 2% em 1997. Apesar do aumento verificado em 2001, a subida dos custos nominais do trabalho por unidade de produto no conjunto da zona do euro baixou rapidamente. Por outro lado, apesar de se ter registado uma redução acentuada do desemprego nos últimos anos, existem poucos indícios de uma reaceleração significativa do crescimento dos custos do trabalho por unidade do produto. Em termos globais, não podem subsistir grandes dúvidas de que nos primeiros anos da UEM, e mesmo em alguns dos anos anteriores, houve um esforço notável da moderação dos salários nominais, que dificilmente poderá ser explicada a não ser por uma alteração das relações comportamentais subjacentes.

A moderação dos salários reais deu os seus frutos e contribuiu para o dinamismo na criação de emprego verificado nos últimos anos. Estima-se que a NAIRU da zona do euro tenha diminuído cerca de 1 1/2 pontos percentuais, sugerindo que cerca de metade das melhorias registadas na taxa de desemprego efectiva pode ser considerada de natureza estrutural. A moderação salarial observada, reflectida na diminuição da NAIRU, explica-se pelas reformas relativamente vastas dos mercados de produtos e do trabalho, realizadas na maioria dos países da zona do euro, que estimularam a concorrência nos mercados de bens e serviços e esbateram as divisões entre os trabalhadores com emprego e os no desemprego na segunda metade da década de 90.

No entanto, há que reconhecer também que o progresso das reformas tem sido bastante desigual de país para país, continuando todas as principais economias da zona do euro a ser atormentadas por um desemprego estrutural relativamente elevado. As reformas também têm tido um carácter bastante fragmentário, o que aponta para a necessidade de novas reformas para que a NAIRU continue a baixar.

Assim, é difícil explicar a moderação salarial generalizada observada sem ter em conta o papel das políticas de rendimentos em vários países. Trata-se de conciliar a necessidade de manter os salários da zona compatíveis com o objectivo de estabilidade dos preços do BCE com a necessidade de uma maior flexibilidade, que reflecta as diferenças quanto ao nível e às taxas de crescimento da produtividade, de modo a reagir adequadamente à alteração da procura específica das regiões ou dos sectores e melhorar as perspectivas de criação de postos de trabalho rentáveis.

O investimento e o potencial de crescimento da zona do euro

O investimento público e privado é crucial para desenvolver o potencial de crescimento da zona do euro a médio e a longo prazo. É provável que a UEM e o quadro político em que está inserida afectem positivamente as principais determinantes do investimento, como a rendibilidade e as taxas de juros reais: o reforço da integração financeira melhorará as condições de financiamento e a distribuição do investimento tornar-se-á mais eficiente, com a redução dos riscos cambiais. Por último, graças à disciplina orçamental, dar-se-á mais espaço ao investimento privado.

Ainda é prematuro traçar conclusões definitivas sobre o impacto da UEM no investimento, dado o pouco tempo que passou desde a introdução do euro. No entanto, há sinais animadores que apontam na boa direcção. Se tivermos em conta a fase de preparação para a UEM, desde meados da década de 90, as taxas de juros reais e o grau de variação da taxa de câmbio real diminuíram e a rendibilidade líquida de impostos mantém-se a um nível relativamente elevado. Também é possível observar nas economias da zona do euro uma convergência considerável das taxas de investimento, acompanhada pela convergência de condições económicas, como a rendibilidade e as taxas de juro. Isto revela, quer a integração mais profunda do mercado, quer um contexto institucional mais harmonizado. Os dados sobre os fluxos de IDE são menos conclusivos. As actividades de fusões e aquisições, reflectindo possivelmente os objectivos estratégicos das empresas a longo prazo, dominaram os fluxos de IDE nos últimos anos.

O euro e o sistema financeiro da zona do euro

O ritmo de integração dos mercados financeiros da zona euro acelerou-se claramente desde a passagem para a moeda única em Janeiro de 1999. O euro não é, evidentemente, o único factor subjacente a esta aceleração: a globalização, fomentada pela liberalização dos movimentos internacionais de capital, a desregulamentação financeira e os avanços tecnológicos, bem como os progressos na criação de um quadro regulamentar comum na UE (como parte do esforço para concluir o mercado interno dos serviços financeiros), também foram cruciais, o mesmo acontecendo com as reformas financeiras efectuadas a nível dos Estados-Membros.

A introdução do euro permitiu eliminar o risco cambial, como fonte de fragmentação do sistema financeiro da zona do euro, e, ao mesmo tempo, evidenciou claramente os custos de oportunidade dos restantes obstáculos à integração. A maior integração originada pela introdução do euro traduz-se em mercados mais homogéneos, numa vaga de consolidação entre os intermediários e as bolsas e no surgimento de produtos e técnicas novos e inovadores.

À medida que os operadores no mercado vão adoptando estratégias a uma escala mais pan-europeia, os responsáveis políticos a nível da UE têm respondido com a formulação de uma estratégia política coerente para a conclusão do mercado interno dos serviços financeiros, procurado aplicá-la rapidamente (ver, por exemplo, as Conclusões do Conselho Europeu de Barcelona de Março de 2002). Em primeiro lugar, e o que é mais importante, a UE fixou um prazo ambicioso, o ano 2005, para a execução do Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF) – um pacote de 42 iniciativas políticas destinadas a melhorar o funcionamento do sistema financeiro da União Europeia. Foi fixado um prazo ainda mais apertado, 2003, para as acções relativas aos mercados de valores mobiliários e para o Plano de Acção do Capital de Risco (PACR), que constitui um programa para o desenvolvimento de um mercado integrado e eficiente para o financiamento de empresas jovens e inovadoras. Em segundo lugar, a aplicação do PASF tem de ser coerente em todos os

Estados-Membros, para que se verifique uma integração eficiente – e não apenas nominal – dos mercados financeiros nacionais. O novo quadro decisório para a legislação sobre os valores mobiliários, adoptado com base nas propostas do Comité Lamfalussy, deve contribuir para este objectivo e assegurar uma adaptação mais rápida da legislação, face à evolução dos mercados financeiros. Em terceiro lugar, deverá ser prosseguida uma política de concorrência activa, à medida que a integração financeira for avançando, a fim de assegurar a plena exploração dos benefícios económicos. Em quarto lugar, os consumidores e os investidores devem ser adequadamente protegidos, de modo a terem confiança para operarem num mercado único alargado a toda a União – e usufruírem plenamente dos benefícios que este pode proporcionar.

O euro como moeda internacional

O dólar dos EUA continua a ser a principal moeda internacional, mas o euro tornou-se a segunda divisa mais importante, após o seu lançamento. Existem vários factores propícios à utilização do euro como moeda internacional. O primeiro é a grande dimensão da economia da zona do euro, que corresponde aproximadamente a 16% do PIB mundial: um pouco menor do que a dos EUA (21%), mas muito maior do que a do Japão (8%). O peso das três zonas no comércio mundial de bens e serviços é semelhante. O segundo factor que contribui para a capacidade de atracção do euro como moeda internacional é a sua estabilidade, que reflecte os sólidos fundamentos económicos da zona do euro, sustentada pelo quadro de política económica orientado para a estabilidade no âmbito da UEM. O terceiro factor é o presente processo de integração dos mercados financeiros nacionais da Europa em mercados pan-europeus amplos, profundos e líquidos, que irão reforçar o papel do euro na actividade internacional de contracção e concessão de empréstimos. No entanto, em virtude dos efeitos de rede e de escala, é provável que o dólar dos EUA continue a ser a moeda dominante. De qualquer forma, a internacionalização do euro é um processo conduzido pelo sector privado e o Eurosystema não entrava nem promove activamente a internacionalização do euro, enquanto objectivo político.

É a zona do euro, e não os seus Estados-Membros, a entidade que interessa ao resto do mundo quando se discutem questões macroeconómicas internacionais. As instituições internacionais encarregadas da supervisão multilateral, como o FMI e a OCDE, já começaram a reconhecer as implicações destas mudanças, avaliando regularmente a orientação macroeconómica global da zona do euro. A mudança também se reflecte nas declarações dos ministros das Finanças do G7, que já não se referem à orientação macroeconómica dos diversos Estados-Membros da zona do euro, mas sim à situação da zona do euro no seu conjunto.

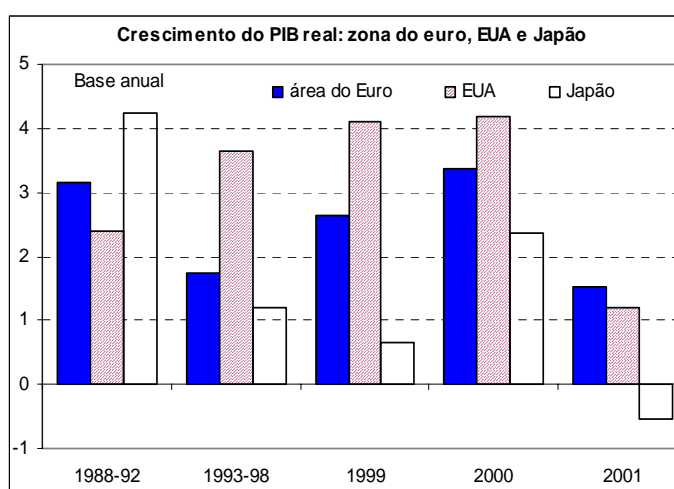
A UEM fomentou um processo de tomada de posições comuns a nível europeu, permitindo que a Comunidade comece a desempenhar um papel internacional compatível com o seu peso financeiro e económico. Isto terá de ser complementado por novos progressos em matéria de representação.

1. SITUAÇÃO ECONÓMICA E REALIZAÇÕES POLÍTICAS

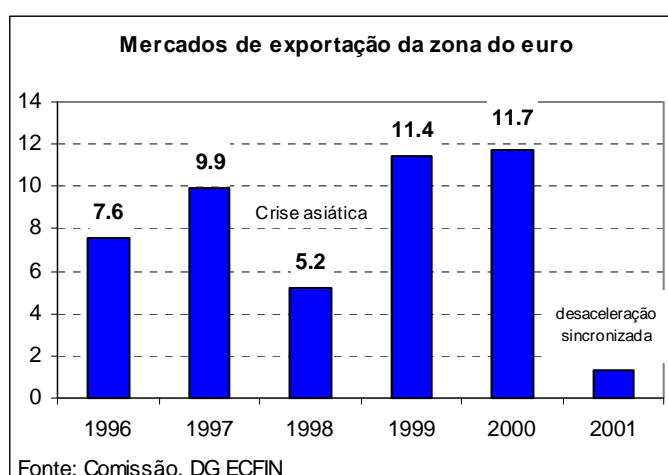
1.1 A zona do euro ao fim de três anos face ao abrandamento global

Nos primeiros dois anos da terceira fase da UEM, o PIB cresceu acima do potencial, atingindo em média 3% ao ano, seguindo-se uma queda brusca, mas de curta duração, no terceiro ano. Em 2001, o crescimento do PIB desacelerou e é provável que se mantenha baixo na primeira parte de 2002. O abrandamento teve razões internas e externas. O consumo privado manteve-se letárgico desde o Outono de 2000, pois o poder de compra das famílias da zona do euro foi afectada pelo aumento dos preços da energia e dos géneros alimentícios, bem como pela valorização do dólar dos EUA face ao euro. Além disso, a confiança dos consumidores deteriorou-se com o aumento da incerteza sobre a evolução do rendimento disponível e a queda dos preços das acções. O investimento contraiu-se à medida que os lucros diminuam e as perspectivas da procura se deterioravam.

Tem-se verificado uma crescente sincronização com a economia mundial: desde o lançamento da moeda única, a diferença entre a taxa de crescimento do PIB na zona do euro e a nos EUA baixou, ao mesmo tempo que o padrão cíclico voltou a estar muito sincronizado com as outras economias mais importantes. Isto contrasta com o período de convergência (1990-1998). O elevado grau de sincronização durante a recessão dos últimos anos foi explicado pelos choques comuns – a subida dos preços do petróleo, o reventamento da “bolha das TI” e os acontecimentos de 11 de Setembro. Mas também pode ser visto como um sinal de que a zona do euro começou a comportar-se de forma mais consentânea com o que seria de esperar de uma economia tão profundamente integrada na economia mundial.

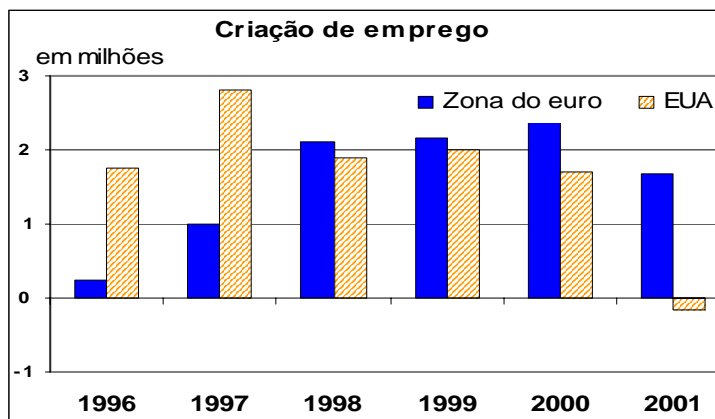


Do lado externo, a procura no estrangeiro caiu acentuadamente, devido ao brusco declínio da actividade económica mundial. O crescimento do comércio mundial desacelerou abruptamente e, não obstante a fraqueza do euro, o crescimento real das exportações da zona do euro diminuiu fortemente, passando de 12 1/2% em 2000 para pouco mais de 2% no último ano. Todavia, como as importações diminuíram ainda mais rapidamente do que as exportações, o sector externo contribuiu positivamente para o crescimento. É possível que o aumento da confiança dos consumidores, acompanhado de ganhos no rendimento



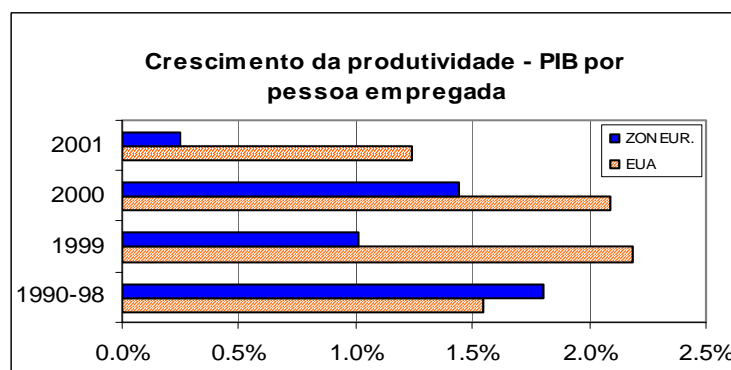
real disponível, do esgotamento das existências, de condições monetárias favoráveis ao crescimento e de um ambiente externo mais favorável, suscite uma recuperação da actividade.

A aceleração da actividade económica nos primeiros dois anos teve um impacto benéfico na criação de emprego. Curiosamente, porém, esta última resistiu razoavelmente bem mesmo no período de desaceleração. Nos primeiros três anos da UEM, foram criados cerca de 6 milhões de postos de trabalho na zona do euro, contra apenas 3,5 milhões nos EUA. A taxa de desemprego diminuiu de 11,3% em 1997 para 8,3% em 2001. Deste modo, o crescimento do PIB traduziu-se num maior crescimento do emprego.

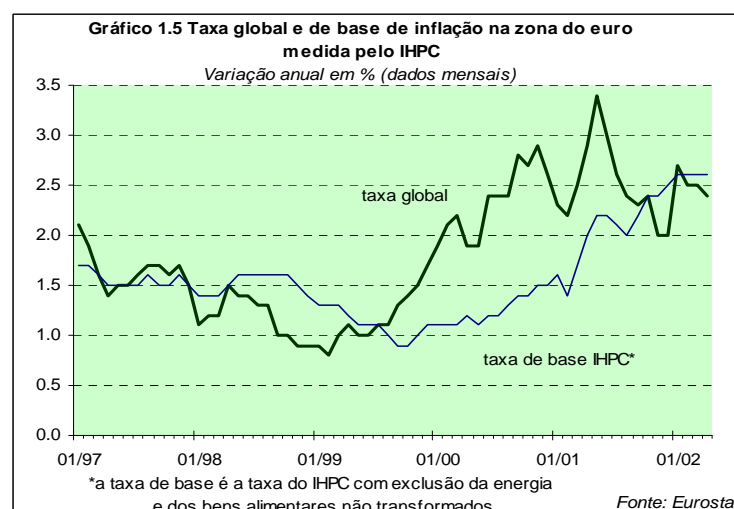


As razões que explicam este elevado índice de criação de emprego residem nas mudanças estruturais ocorridas no mercado de trabalho. Um extenso período de moderação salarial inverteu a tendência de substituição capital-trabalho, que fora prejudicial para o emprego na primeira parte da década de 90. Do lado da oferta, a taxa de participação, sobretudo das mulheres, aumentou sensivelmente, bem como a proporção do emprego a tempo parcial e dos contratos temporários no emprego total. As taxas médias de participação ainda são, todavia, inferiores às dos EUA ou dos países escandinavos.

O crescimento da produtividade na zona do euro e nos EUA foi aproximadamente igual, em média, durante a primeira metade da década de 90. Contudo, a partir da segunda metade dessa década, a produtividade nos EUA tem sido significativamente mais forte do que seria normal no estado de maturidade do ciclo, ao passo que a produtividade da zona do euro manteve um ritmo e um padrão pró-cíclico mais convencionais. Outra diferença importante residiu no maior crescimento da oferta de mão-de-obra nos EUA, em certa medida devido à migração e à capacidade da economia dos EUA para absorver uma mão-de-obra crescente. Os dois factores explicam por que razão o crescimento do PIB foi maior nos EUA do que na zona do euro.



Após uma inflação muito moderada no início da terceira fase da UEM, a partir do início de 2000 os aumentos dos preços no consumidor têm-se mantido acima do limiar de 2% fixado pelo BCE. A taxa de inflação global avaliada pelo IHPC passou de apenas 1,1% em 1999 para 2,3% em 2000 e 2,5% em 2001. O aumento pode ser em grande medida explicado por uma sucessão de factores impulsionadores dos custos, ao passo que o diferencial do produto se manteve basicamente negativo desde meados da década de 90.

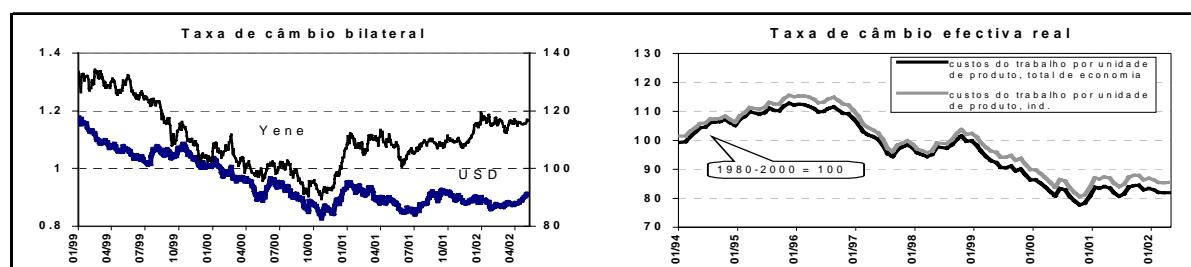


Dois importantes factores impulsionadores dos custos dominaram a evolução observada na inflação dos preços no consumidor: subidas nos preços das importações e nos preços dos géneros alimentícios nacionais. A subida dos preços das importações, devida sobretudo a uma combinação de preços mais elevados do petróleo no mercado mundial com um euro mais fraco, foram a principal causa do recrudescimento da inflação em 1999 e na maior parte do ano 2000. Seguiram-se, em finais de 2000, a crise da BSE, o surto de febre aftosa e ainda condições meteorológicas invulgarmente más, circunstâncias que contribuíram para manter a aceleração da inflação avaliada pelo IHPC até meados da Primavera de 2001. Por fim, no início do ano 2002, novas vagas de aumentos dos preços dos alimentos frescos, devido ao frio invulgar que se fez sentir em algumas partes da Europa, bem como uma evolução menos favorável dos preços da energia, voltaram a fazer subir a taxa de inflação global.

1.2 A taxa de câmbio do euro e as contas externas

Zona do euro

Desde que foi lançado, em 1999, o euro desvalorizou-se mais de 20% face ao dólar dos EUA, mas veio a recuperar cerca de 10% relativamente ao seu ponto baixo, registado em Outubro de 2000. Em termos nominais efectivos, perdeu mais de 10% até à Primavera de 2001, mas manteve-se bastante estável desde então. Esta estabilidade recente resulta de uma flutuação, sem uma direcção definida, do dólar dos EUA e da libra esterlina face ao euro, dentro de um intervalo mais alargado, enquanto a depreciação do euro face ao franco suíço foi, em termos globais, compensada pelos ganhos face ao iene japonês. A relativa estabilidade da taxa de câmbio efectiva ao longo deste período é surpreendente, dadas as oscilações muito pronunciadas, ocorridas na economia mundial, e a percepção geral de que o euro está fundamentalmente subvalorizado.

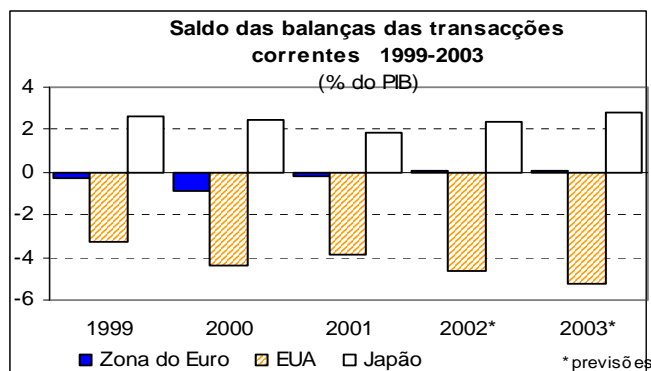


A taxa de câmbio efectiva real do euro, em termos de custo do trabalho por unidade do produto, é muito inferior à sua taxa média a longo prazo (1980-2000). Os produtores da zona do euro gozam de uma posição favorável na concorrência com os fornecedores de países terceiros. A vantagem competitiva da produção interna sobre a oferta externa ajuda a explicar por que razão as exportações líquidas conseguiram contribuir positivamente para o PIB em 2001, apesar do acentuado declínio do comércio mundial. Ao mesmo tempo, a incapacidade do euro para se valorizar para um nível mais compatível com os fundamentos económicos não foi favorável à contenção da inflação.

A taxa de câmbio efectiva real é um importante factor determinante dos fluxos comerciais transfronteiras. As alterações nos impostos directos, nos acordos salariais e nos factores de custo específicos de cada país influenciam a posição dos produtores internos nos mercados mundiais². Uma verdadeira desvalorização tende a melhorar a posição competitiva dos produtores internos, ao mesmo tempo que implica uma perda de poder de compra para os consumidores e tem também um efeito desfavorável sobre as pressões inflacionistas. O nível de “competitividade” apropriado dependerá das circunstâncias económicas do momento.

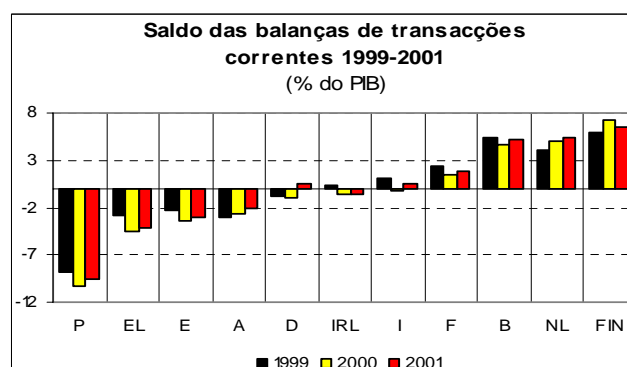
² A competitividade dos preços é um conceito limitado. Existem outros factores, como a qualidade dos produtos, os serviços e a pontualidade que também influenciam a capacidade do sector de exportação de um país. O Relatório sobre a Competitividade Global do Fórum Económico Mundial classifica os países segundo a sua “competitividade actual” e a sua “competitividade de crescimento”. A Comissão Europeia também publica anualmente um relatório sobre a competitividade das empresas. Ver também “Competitiveness: A Dangerous Obsession” de P. Krugman, Foreign Affairs, Março-Abril de 1994.

As balanças de transacções correntes da zona do euro continuaram a melhorar ao longo do ano 2001. O agregado anual revelou um excedente muito pequeno, que, de acordo com as previsões mais recentes, pouco deverá aumentar até 2003. De um ponto de vista global, existem desequilíbrios externos substanciais, que não diminuiram. A um elevado défice da balança de transacções correntes dos EUA contrapõe-se um elevado excedente do Japão e de alguns outros países asiáticos, ao passo que a zona do euro, no seu conjunto, registou saldos das transacções correntes próximos do equilíbrio. Resta saber em que medida os factores cíclicos contribuirão para os desequilíbrios globais, mas é previsível que essa contribuição se atenuará à medida que o crescimento económico nas respectivas zonas regressar à sua taxa tendencial. *Ceteris paribus*, os factores cíclicos implicariam défices das transacções correntes em períodos em que o crescimento do rendimento fosse superior à média e de excedentes quando o crescimento do rendimento fosse inferior à média.



Estados-Membros

Embora as balanças de transacções correntes da zona do euro não tenham revelado desequilíbrios significativos durante os seus primeiros três anos, a evolução a nível dos Estados-Membros foi diferenciada. Os desequilíbrios externos observados na zona do euro suscitam questões sobre a conveniência e a sustentabilidade dos desequilíbrios externos na UEM. De um modo geral, embora no passado tenham sempre existido desequilíbrios das balanças de transacções correntes a nível dos Estados-Membros, o euro mudou a situação em aspectos importantes: o mercado financeiro único facilita o financiamento dos défices. Na verdade, os países poderiam incorrer em desequilíbrios durante muito tempo, acumulando, assim, elevadas posições externas líquidas. Isto não é intrinsecamente inadequado. Podem existir boas razões para os défices das transacções correntes (por exemplo, no contexto da recuperação de um atraso) que reflectam a actividade do sector privado. Contudo, um desequilíbrio nas contas internacionais de um Estado-Membro implicará, em última instância, uma mudança na sua posição externa líquida e mesmo sem discutir os fundamentos teóricos da sustentabilidade das transacções correntes, a acumulação da dívida externa estará sujeita a alguns limites, a um determinado nível. Dado que as correcções já não podem assumir a forma de alterações da taxa de câmbio nominal, tornam-se mais importantes outros canais, que afectam a competitividade. Um país que tenha de aumentar a competitividade dos preços só pode recorrer à moderação salarial ou a uma reforma estrutural que aumente a produtividade. A reforma estrutural tornou-se particularmente urgente, na medida em que a moderação salarial relativa é mais difícil no quadro de baixa inflação da zona do euro.



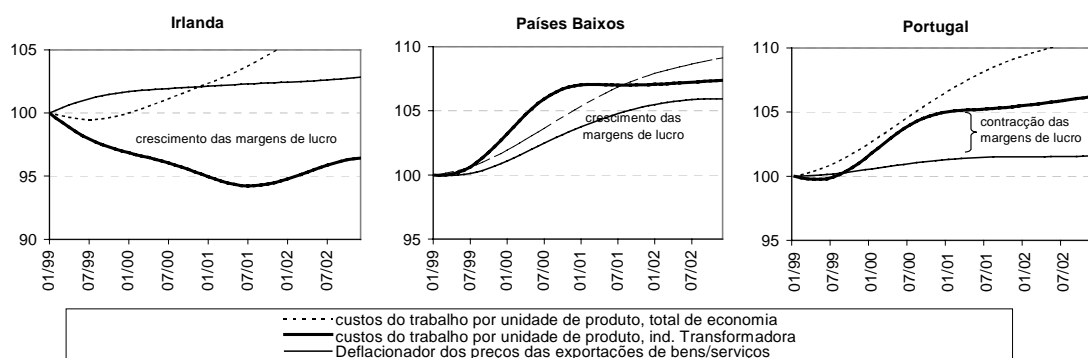
A situação da competitividade, tanto no que diz respeito ao seu nível, como à sua evolução recente, varia consoante os Estados-Membros. Desde o início da UEM, os diversos Estados-Membros registaram a seguinte evolução relativamente à média da zona do euro³: Portugal (-10%), Países Baixos (-8%), Irlanda (-6%) e Espanha (-3%) perderam terreno em termos de competitividade dos custos; a Alemanha (+5%), Grécia (+5%) e Áustria (+2%) melhoraram a sua competitividade dos custos; e nos outros países - França (+0,6%), Bélgica-Luxemburgo (-0.4%), Itália (-1%) e Finlândia (-1%) - a competitividade dos custos manteve-se bastante estável, em termos globais.

³ Avaliada pela taxa de câmbio efectiva real em termos de custos do trabalho por unidade do produto na indústria transformadora.

As tendências observadas desde o início da moeda única não indicam necessariamente um afastamento do nível de competitividade adequado, pois as posições de partida podiam não corresponder a uma posição de equilíbrio. As trajectórias divergentes das taxas de câmbio efectivas reais nos Estados-Membros podem ser explicadas por diferentes taxas de crescimento da produtividade ou diferentes taxas de inflação, bem como por factores estruturais como a abertura da economia e a composição do comércio. Por conseguinte, uma avaliação aprofundada dos movimentos das taxas de câmbio reais exige uma análise exaustiva da situação económica de cada país.

Uma forma de avaliar as implicações potenciais seria examinar a variação dos preços de exportação, menos a variação dos custos salariais unitários na indústria transformadora, como uma aproximação para a evolução das margens de lucro. Se os aumentos dos custos não puderem ser transferidos para os preços das exportações, porque os produtores têm pouco poder de fixação dos preços nos seus mercados de exportação, as margens de lucro serão cada vez mais pressionadas. Tomando como exemplo os três países com maior perda de competitividade face à zona do euro, Portugal e os Países Baixos têm uma distribuição geográfica semelhante do comércio externo, cerca de 1/3 com o mundo exterior à zona do euro e 2/3 no interior desta zona, ao passo que, no caso da Irlanda, a ponderação é de 55% com o exterior e 45% no interior. Isto significa que a perda de competitividade da Irlanda dentro da zona do euro é menos importante e os seus ganhos com a debilidade do euro maiores, do que no caso dos outros dois países.

Taxa de câmbio efectiva real face à zona do euro

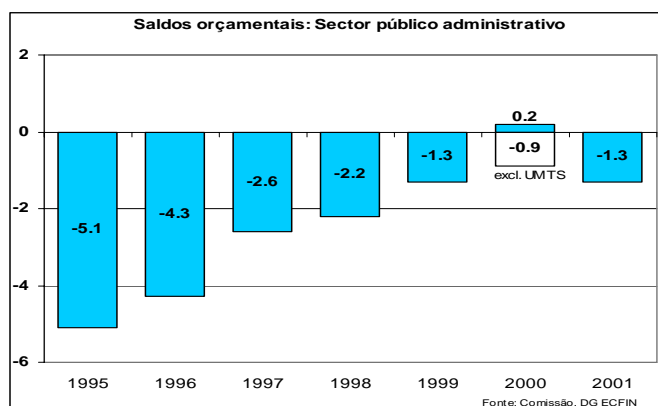


Do ponto de vista das políticas económicas, é importante acompanhar os saldos das transacções correntes dos Estados-Membros no interior da zona do euro e, para além das da zona no seu conjunto, uma vez que podem dar indicações sobre os problemas específicos de cada país. A competitividade dos preços pode estar a piorar por motivos de aproximação ou de afastamento do equilíbrio. A política monetária está orientada para a zona do euro, sendo, portanto, ineficaz para tratar das situações de excesso de procura ou de oferta específicas dos diversos países. É necessária uma política orçamental e, em especial, uma reforma estrutural destinada a aumentar a oferta, para evitar que os desequilíbrios externos, susceptíveis de acabar por ameaçar a estabilidade financeira, se acumulem.

1.3 Políticas macroeconómicas na zona do euro

Realizações

No que diz respeito à *política orçamental*, o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) estabeleceu um amplo processo de supervisão para controlar as políticas orçamentais na UEM. O objectivo consiste em assegurar a disciplina orçamental, ajudando assim o BCE a manter a estabilidade dos preços. Uma vez que a moeda única implica que as políticas orçamentais nacionais tenham um maior papel no ajustamento à evolução específica de cada país, o PEC enuncia o objectivo de



médio prazo de manter “situações orçamentais próximas do equilíbrio ou excedentárias”, que permitam aos “Estados-Membros gerir as flutuações cíclicas normais, mantendo ao mesmo tempo o défice orçamental dentro do valor de referência de 3% do PIB”. Nos termos do PEC, os Estados-Membros da zona do euro devem actualizar a sua estratégia orçamental de médio prazo todos os anos através de programas de estabilidade⁴. Os programas de estabilidade são os principais instrumentos de supervisão orçamental na UEM, sendo avaliados pela Comissão e pelo Conselho.

A partir de uma situação orçamental desequilibrada, nos últimos seis anos têm-se verificado muitos progressos no sentido de uma maior disciplina orçamental. Os saldos orçamentais efectivos na zona do euro melhoraram até 1999, graças em parte a esforços vigorosos de consolidação, e muitos Estados-Membros mantêm agora situações excedentárias. Desde então, a evolução favorável em alguns países deveu-se, em grande medida, a um forte crescimento, sendo a melhoria das situações orçamentais subjacentes muito modesta. Os défices orçamentais aumentaram em 2001, em resultado de reduções dos impostos, que não foram compensadas por cortes nas despesas, e do funcionamento dos estabilizadores automáticos durante a fase de desaceleração cíclica.

Desde inícios de 1999, foram prosseguidas políticas orçamentais no quadro do PEC. O valor de referência de 3% tornou-se, de facto, um “limite sólido”, que nenhum Estado-Membro infringiu. O ajustamento orçamental continuou na maioria dos países, embora a um ritmo decrescente. Em 2001, a maioria dos Estados-Membros atingira posições orçamentais que satisfaziam o requisito de uma “situação orçamental próxima do equilíbrio ou excedentária” enunciado no PEC.

É evidente que o Pacto de Estabilidade e Crescimento teve uma influência significativa neste êxito. Não obstante estes avanços, na Alemanha, França, Itália e Portugal os défices orçamentais ainda são demasiado elevados, afectando os agregados da zona do euro. São necessários novos esforços de consolidação para atingir posições próximas do equilíbrio em 2004, o mais tardar. Foram assumidos compromissos para este efeito no contexto da ronda de actualização dos programas de estabilidade referentes em 2001. Dado que os défices orçamentais de 2001, na Alemanha e em Portugal, excederam por uma larga margem os objectivos fixados nos respectivos programas de estabilidade, aproximando-se de 3% do PIB, a Comissão apresentou uma recomendação ao Conselho para que lançasse um “alerta rápido” nos termos da regulamentação relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento. Na sequência do debate da proposta de recomendação da Comissão de emitir um alerta rápido, a Alemanha e Portugal assumiram compromissos políticos firmes que responderam, no essencial, às preocupações da Comissão.

Globalmente, uma característica favorável da melhoria das situações orçamentais é a composição do ajustamento orçamental. A redução da carga fiscal, se for caso disso (especialmente as taxas fiscais marginais sobre os rendimentos do trabalho), a eliminação das distorções fiscais e a contenção das despesas correntes constituem a forma mais eficaz de assegurar um ajustamento orçamental duradouro. A recente evolução orçamental mostra que a maioria dos países está a avançar nesta direcção. O ajustamento actual assenta principalmente na contenção das despesas, ao mesmo tempo que a carga fiscal global diminuiu em percentagem do PIB. As reformas fiscais em curso devem ajudar a reduzir a carga fiscal, historicamente elevada, ainda prevalecente em muitos países da União Europeia. A redução da carga fiscal sobre o capital e o trabalho, e especialmente sobre o trabalho menos remunerado, deve reforçar a acumulação de capital corpóreo e humano, aumentar a participação no mercado de trabalho e fomentar a procura de mão-de-obra.

No entanto, a zona do euro enfrenta dois grandes desafios em relação à futura política orçamental:

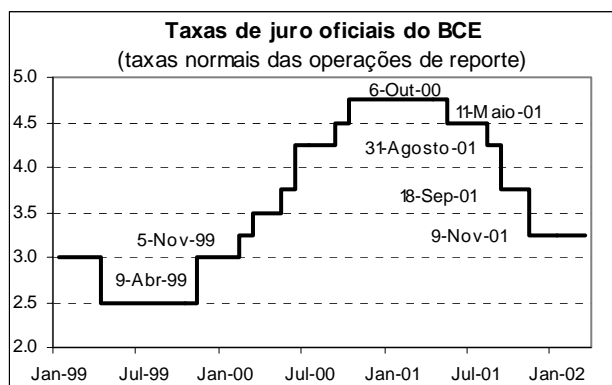
- *Eliminação dos desequilíbrios remanescentes e manutenção de uma orientação orçamental neutra* – para que a zona do euro usufrua de um crescimento favorável e de uma inflação baixa, é essencial eliminar os desequilíbrios remanescentes e manter uma orientação orçamental neutra. Uma disciplina orçamental contínua facilitará também a missão do BCE de alcançar a estabilidade dos preços. Ao assegurar que os saldos orçamentais satisfaçam o objectivo de médio prazo enunciado pelo PEC de situações “próximas do equilíbrio ou excedentárias”, os Estados-Membros também conseguirão fazer face às flutuações cíclicas normais, permitindo-lhes responder à evolução específica de cada país e dispor de espaço de manobra orçamental para as reformas estruturais necessárias.

⁴ Os Estados-Membros não pertencentes à zona do euro continuam a apresentar programas de convergência.

- *Preparação para o envelhecimento da população* – a sustentabilidade das finanças públicas faz agora parte da supervisão no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Foram identificados riscos em vários Estados-Membros, que podem exigir o estabelecimento de objectivos orçamentais de médio prazo mais ambiciosos, a fim de tornar menos pesada a evolução futura da dívida.

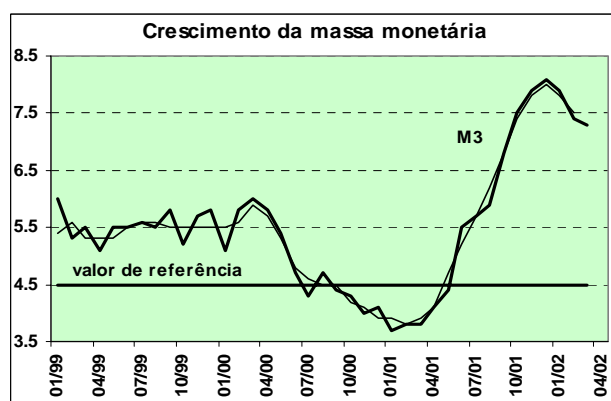
No que toca à *política monetária*, o Tratado define a estabilidade dos preços como o objectivo primordial do BCE. A política monetária também deve apoiar as políticas económicas da zona do euro, sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços. A estratégia da política monetária do BCE é composta por três elementos: uma definição quantitativa da estabilidade dos preços e “dois pilares” utilizados para avaliar os respectivos riscos. A estabilidade dos preços foi definida pelo BCE como um aumento anual inferior a 2% no IHPC da zona do euro, que deve ser mantido a médio prazo. A definição da estabilidade dos preços oferece uma unidade de medida relativamente à qual a política monetária do BCE pode ser avaliada relativamente à consecução do seu objectivo primordial. Além disso, o BCE declarou que a política monetária única iria adoptar uma perspectiva a nível da zona do euro, não reagindo, assim, à evolução regional ou nacional específica. O primeiro pilar desta estratégia monetária consiste num papel de primeiro plano atribuído à massa monetária, com o anúncio do valor de referência para o crescimento da massa monetária, em sentido lato, isto é, o M3. Desde Dezembro de 1998, o BCE fixou a taxa de crescimento deste agregado em 4 ^{1/2}%. O segundo pilar consiste na análise de um grande número e outros indicadores económicos, tais como os índices de preços e de custos, a taxa de câmbio, os indicadores da economia real e do mercado financeiro, que permitem uma apreciação geral das perspectivas de inflação e dos riscos que incidem na estabilidade dos preços.

Na Primavera de 1999, o BCE reduziu as taxas de juro, no contexto de uma diminuição da inflação e de perspectivas incertas sobre o crescimento mundial, na sequência das crises financeiras do Sudeste Asiático, da Rússia e do Brasil. À medida que se assistiu a uma retoma do crescimento na parte restante do ano e com o aumento das pressões inflacionistas, o BCE inverteu a intervenção inicial, aumentando as taxas directoras. No ano 2000, o aumento significativo dos preços do petróleo, associado a uma desvalorização do euro, fez aumentar os riscos para a estabilidade dos preços.



Entretanto, o crescimento da massa monetária manteve-se acima do valor de referência de 4 ^{1/2}% e o crédito ao sector privado continuou a crescer fortemente. O BCE respondeu às maiores pressões inflacionistas, aumentando sucessivamente as taxas de juro. A deterioração das perspectivas económicas mundiais, e em especial nos Estados Unidos, desencadeou uma série de cortes das taxas de juro nas principais economias, ao longo do ano de 2001. O BCE baixou as taxas de juro por quatro vezes no último ano, num montante cumulativo de 150 pontos de base, para um nível de 3 ^{1/4}%. Esta política monetária foi prosseguida apesar de a taxa de inflação ser superior ao seu limite máximo de 2%, porque boa parte dos aumentos de preços era de natureza transitória, ao passo que o enfraquecimento da economia estava a exercer uma pressão desinflacionista. As perspectivas de que uma taxa de inflação temporariamente mais elevada não alimentaria as expectativas inflacionistas contribuíram para a manutenção da contenção salarial.

Ao longo da maior parte dos primeiros três anos da UEM, o crescimento da massa monetária ultrapassou o valor de referência do BCE. Recentemente, voltou a exceder este valor no último trimestre de 2001 e no primeiro trimestre do corrente ano. Contudo, o BCE não considerou que o forte crescimento da massa monetária fosse um risco para a estabilidade dos preços, pois entendeu que era causado sobretudo pelas mudanças de carteira



para activos monetários num quadro de maior incerteza. A ultrapassagem da taxa de crescimento do M3 acima do valor de referência não impediu novas reduções das principais taxas de juro do BCE, na sequência dos ataques terroristas ocorridos nos Estados Unidos no final de 2001.

Apesar de ser fundamental que o BCE tome as suas decisões relativamente às taxas de juro, em função das condições económica prevaletentes no conjunto da zona do euro, existem contudo diferenças de taxas de inflação entre os Estados-Membros. No entanto, pode observar-se o mesmo fenómeno nos Estados Unidos, entre os diferentes estados. É importante relançar políticas económicas destinadas a corrigir estes desequilíbrios internos entre os diferentes países da zona do euro.

1.4 Coordenação das políticas económicas na UEM

O Tratado consagra uma arquitectura de políticas económicas sólidas. Esta inclui o empenhamento numa economia de mercado aberta e de livre concorrência, preços estáveis e finanças públicas sólidas, conducentes a um crescimento sustentável e a um nível de emprego elevado. Esta arquitectura prevê a repartição de funções pelos diferentes órgãos responsáveis, garantindo, no entanto, a sua independência (conjugação dos princípios da subsidiariedade e da coordenação). A política monetária única está confiada ao BCE. O seu objectivo primordial consiste em manter a estabilidade dos preços. A responsabilidade pela maioria das restantes políticas económicas, em especial pelas políticas orçamentais e pelas políticas estruturais nacionais continua a pertencer aos Estados-Membros.

O Tratado prevê um sistema de coordenação das políticas, que promova efeitos adicionais positivos e tenha em conta as eventuais externalidades negativas, que podem surgir num processo de tomada de decisões não coordenado. As Orientações Gerais para as Políticas Económicas dos Estados-Membros e da Comunidade (OGPE) são o elemento fulcral deste sistema. As directrizes para o emprego anuais constituem o instrumento para a coordenação das políticas de emprego, previstas no Tratado. Outro elemento importante baseado no Tratado consiste na supervisão multilateral.

As Orientações Gerais para as Políticas Económicas guiam os responsáveis políticos pelas esferas macroeconómica e estrutural. Além disso, por força da sua natureza global, estas orientações procuram assegurar a coerência da orientação da política económica nos diversos domínios políticos e em termos geográficos. A supervisão multilateral tem sido aplicada mediante procedimentos e processos, que procuram estabelecer uma política orçamental sã (Pacto de Estabilidade e Crescimento) ou fazer progredir o processo de reforma estrutural dos mercados de trabalho, de produtos e de capitais (processos do Luxemburgo e de Cardiff). Em Junho de 1999, o Conselho Europeu de Colónia deu início ao Diálogo Macroeconómico, o qual reúne os responsáveis políticos e os representantes dos parceiros sociais, para uma troca de pontos de vista sobre a evolução económica e os requisitos políticos no quadro da UEM. Em Março de 2000, o Conselho Europeu de Lisboa integrou os objectivos da reforma económica e social num programa a 10 anos, destinado a tornar a economia da União na economia baseada no conhecimento mais dinâmica do mundo, capaz de um crescimento económico duradouro, acompanhado de mais e melhores postos de trabalhos e de uma maior coesão social.

Tanto o grau de coordenação das políticas como a forma que esta assume variam consideravelmente consoante as áreas políticas. Em todo o caso, uma coordenação bem sucedida assenta em três elementos: (1) uma avaliação comum da situação económica actual e das perspectivas futuras; (2) um melhor entendimento do funcionamento da UEM e das economias dos Estados-Membros participantes e (3) a vontade dos responsáveis políticos de darem e receberem opiniões abertas e francas, aceitarem o princípio da pressão dos pares e ajustarem as políticas quando necessário.

As avaliações da coordenação das políticas económicas na UEM, aprovadas pelos Conselhos Europeus de Helsínquia e Lisboa, concluíram que não há necessidade de novos processos. Por outro lado, o Conselho Europeu de Barcelona salientou que se deve dar uma atenção especial à aplicação. Tem-se procurado assegurar, sobretudo, melhorias graduais com base no “aprender-fazendo”. Nos primeiros três anos, obtiveram-se progressos notáveis relativamente aos três domínios indicados a seguir.

Orientações Gerais para as Políticas Económicas

As OGPE continuam a contribuir para a convergência na UEM e, de acordo com os objectivos de Lisboa, estas orientações dão maior prioridade ao aumento do potencial de crescimento da UE através de reformas económicas. As Orientações foram aperfeiçoadas de várias maneiras e tornaram-se mais operacionais, através do recurso a recomendações mais concretas e específicas, tanto nas partes gerais como nas partes específicas relativas a cada país. Por outro lado, dá-se também uma maior atenção à aplicação. Para o efeito, a Comissão introduziu um relatório global sobre a aplicação, que avalia até que ponto os Estados-Membros seguiram as recomendações de políticas económicas.

A importância das OGPE foi reforçada com o maior envolvimento do Conselho Europeu, decidido em Lisboa. A reunião anual de Primavera do Conselho Europeu, dedicado às questões económicas e sociais, tem vindo a fornecer uma orientação política adicional. Além disso, as OGPE estão agora orientadas e baseiam-se nos trabalhos de outras formações pertinentes do Conselho, que assumem a responsabilidade pela sua aplicação nos seus domínios respectivos e contribuem para as OGPE subsequentes.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento

O Pacto tem por objectivo assegurar situações orçamentais sãs nos Estados-Membros, uma condição necessária para que a UEM funcione bem. A aplicação do Pacto foi favorecida pela adopção de um novo código de conduta em 2001, que rege a estrutura e o conteúdo dos programas de estabilidade apresentados pelos Estados-Membros da zona do euro. O novo código permite uma maior comparabilidade dos programas, através da utilização de hipóteses externas comuns para as projecções e a apresentação anual dos programas nacionais num curto espaço de tempo, no Outono. Além disso, o número de informações que devem ser fornecidas foi alargado, para permitir uma análise mais pertinente das questões associadas à viabilidade das finanças públicas a longo prazo.

O Eurogrupo

O Eurogrupo reúne os Ministros dos Estados-Membros que adoptaram o euro. A Comissão e, se for caso disso, o BCE, são convidados a participar. O grupo constitui um fórum informal para debates livres e francos sobre questões relacionadas com a UEM. Este fórum informal tem facilitado o estabelecimento de pontos de vista comuns entre os Ministros sobre matérias de interesse mútuo. A gama de assuntos debatidos expandiu-se, a partir de temas como as posições cíclicas, as orientações orçamentais, a taxa de câmbio e a evolução dos mercados de capitais, para abarcar questões estruturais que afectam o crescimento e as finanças públicas. Além disso, a eficácia do Eurogrupo foi reforçada com a introdução de melhorias nos seus procedimentos de trabalho e pelo facto de lhe ter sido dada uma maior visibilidade.

Embora tenham sido feitos progressos nos primeiros três anos da moeda única, é necessário reforçar a coordenação política. Para tal, o Conselho Europeu de Barcelona aprovou medidas tendentes a melhorar a avaliação comum da situação económica. Há que intensificar os trabalhos sobre as necessidades estatísticas da UEM. Por outro lado, a Comissão começou a publicar regularmente, em Março de 2002, um relatório trimestral que apresenta os trabalhos analíticos em curso. Com o objectivo de reforçar o entendimento comum daquilo que são as boas políticas económicas na UEM, a Comissão tenciona propor em breve um conjunto de normas comuns para a condução das políticas económicas.

2. O ACOMPANHAMENTO DA EVOLUÇÃO DOS SALÁRIOS NA UEM

2.1 Introdução

Previra-se que a UEM exercesse um impacto profundo nos agentes presentes no mercado, afectando, em particular, a fixação dos preços e o comportamento da negociação salarial. A União Económica e Monetária alterou, em aspectos importantes, o quadro macroeconómico, agora caracterizado por uma política monetária única, orientada para a estabilidade, aplicável à zona do euro, e por políticas orçamentais nacionais sãs. O debate sobre o impacto provável da UEM na formação dos salários centrou-se em torno de três aspectos diferentes, ainda que interligados: i) o grau de flexibilidade dos salários nominais que é necessário para fazer face ao impacto mais directo que os salários passaram a ter na competitividade dos preços; ii) o impacto directo nas aspirações relativas aos salários reais (curva da fixação dos salários) e, assim, no desemprego de equilíbrio; e iii) o impacto nas instituições do mercado de trabalho, nomeadamente nos mecanismos de negociação salarial.

São muitos os que sustentam que, de um modo geral, a UEM deve proporcionar condições de base favoráveis a um comportamento da negociação salarial compatível com o emprego, à medida que a ligação entre as tendências salariais e de emprego se torna mais evidente e rigorosa. Tendo a opção de desvalorização da taxa de câmbio nominal deixado de estar disponível, qualquer erro substancial na fixação dos salários traduzir-se-ia, em última análise, numa perda da competitividade, na deterioração da situação do mercado de trabalho e num ajustamento doloroso, subsequentemente.

Deste modo, no actual quadro da UEM é ainda mais importante, do que no passado, que a evolução salarial esteja em sintonia, quer com o quadro macroeconómico estabelecido a nível comunitário, quer com as necessidades específicas de cada país. Assim, o comportamento de negociação salarial mostra o seguinte:

- Se a evolução global dos salários nominais não for coerente com a estabilidade dos preços, os aumentos excessivos dos salários nominais colocam riscos inflacionistas à zona do euro no seu conjunto, com efeitos adversos sobre o crescimento e o emprego em toda a união Monetária.
- Uma evolução dos salários reais em sintonia com o crescimento da produtividade do trabalho e, sempre que necessário, que tenha ter em consideração a necessidade de reforçar a rendibilidade dos investimentos, susceptíveis de desenvolver as capacidades e criar emprego, evita a deterioração da competitividade e das condições do mercado de trabalho.
- A moeda única aumenta a transparência e facilita as comparações salariais, que podem conduzir a uma “imitação salarial”. Embora a convergência dos níveis de vida seja um objectivo da UE, que deve acontecer previsivelmente com o tempo, uma harmonização prematura dos níveis salariais poderia, na realidade, abrandar ou mesmo parar o processo de convergência real.
- Os acordos salariais que tenham também em conta as diferenças de produtividade de acordo com as qualificações, as competências e as áreas geográficas, não só ajudarão a evitar a destruição de postos de trabalho e a aumentar a criação de emprego em geral, como também melhorarão as perspectivas de emprego para grupos como os jovens, os trabalhadores pouco qualificados ou os desempregados de longa data e contribuirão para a redistribuição eficiente da mão-de-obra pelas profissões, sectores e regiões.

A responsabilidade pelos procedimentos de fixação dos salários e pela obtenção de resultados compatíveis com a realização e a manutenção de uma taxa de emprego elevada continua a competir primordialmente ao sector privado. Como se disse atrás, uma evolução inadequada dos salários – ou, em termos mais gerais, a inadequação das estruturas do mercado de trabalho – em países ou regiões específicos, sobretudo quando estes são suficientemente grandes para impor uma resposta compensatória a nível da política monetária, também pode ter consequências prejudiciais para outros membros da UEM. Uma maior coordenação das políticas económicas poderá ajudar a internalizar estes efeitos.

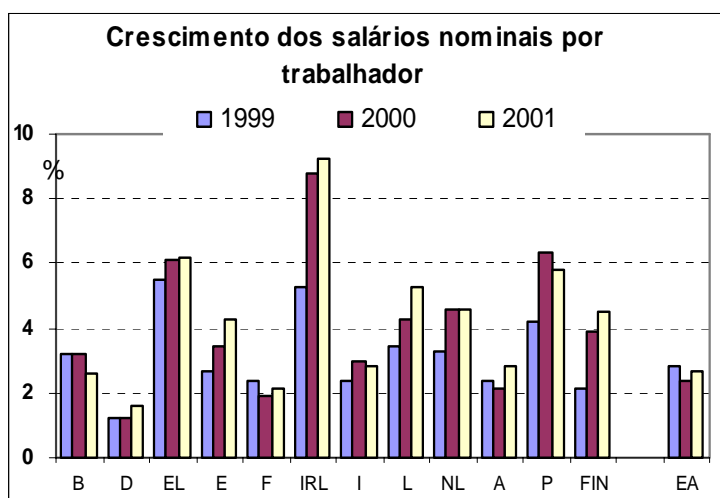
2.2 Evolução global dos salários: alguns factos salientes

Na última década, verificou-se um processo de desinflação notável. Embora o desempenho económico global pouco animador desse período tenha contribuído para reduzir as pressões inflacionistas, há indícios de que o elevado grau de estabilidade dos preços alcançado também foi fruto das mudanças sistémicas associadas à preparação para a terceira fase da UEM. Sendo a estabilidade dos preços e um elevado grau de convergência sustentáveis exigências essenciais para a adopção do euro, as diferenças entre as taxas de inflação nacionais também diminuíram acentuadamente durante este processo. Para a zona do euro como um todo, o crescimento dos salários nominais por trabalhador tem diminuído quase em paralelo com a estabilização dos preços, devendo a remuneração nominal por trabalhador estar a crescer, em média, cerca de 3% ao ano, no momento actual. Assim, de um modo geral, os actores do processo de negociação salarial parecem ter tomado consciência da necessidade de assegurar a compatibilidade com a estabilidade dos preços.

Como subproduto da estabilização nominal, a dispersão absoluta do crescimento dos salários nominais pelos países também diminuiu significativamente ao longo da última década, dando lugar a uma evolução bastante semelhante dos salários nominais no passado recente. Contudo, em 2001 a dispersão absoluta do crescimento dos salários nominais por trabalhador entre os quatro grandes países da zona do euro ainda ascendia a 2,7 pontos percentuais (variando entre 1,6% na Alemanha e 4,3% em Espanha). Os salários nominais aumentaram um

pouco mais depressa na Finlândia e nos Países Baixos, reflectindo diferentes posições no ciclo económico; as taxas mais elevadas de crescimento dos salários nominais foram observadas na Irlanda, em Portugal e na Grécia. Em consequência, ainda subsiste uma dispersão significativa das taxas de crescimento dos salários nominais na zona do euro.⁵

Embora a convergência para um comportamento salarial, que tenha em conta o seu impacto na inflação global, seja um facto, as diferenças de país para país em termos de níveis de produtividade e taxas de crescimento limitam, na prática, o grau adequado de sincronização salarial. Permitir que os salários reflectam as diferenças nacionais, regionais ou sectoriais representa um meio para permitir que os níveis dos salários reais converjam ao longo do tempo, com níveis sustentados ou melhorados de emprego. Assim, o facto de haver maiores aumentos dos salários nominais em alguns países com um crescimento mais rápido da produtividade do trabalho não constitui necessariamente um factor de preocupação.



⁵ Quando se toma o coeficiente de variação das taxas de crescimento dos salários nominais como unidade de medida, a dispersão relativa dos aumentos dos salários nominais parece ter aumentado ligeiramente ao longo do tempo. No entanto, persistem indícios de um comportamento mais sincronizado em termos de salários nominais, quando examinamos as medidas da dispersão relativa.

A estabilização da evolução dos custos salariais nominais por unidade do produto foi acompanhada por um declínio da dispersão dos aumentos destes custos entre os diversos Estados-Membros. Contudo, em 2001 verificou-se uma ligeira derrapagem no crescimento dos custos salariais nominais por unidade do produto, bem como claros indícios de crescimento excessivo em vários dos países mais pequenos.

O abrandamento da actividade económica, verificada em 2001 foi acompanhado por uma retoma do crescimento dos custos salariais nominais por unidade do produto. Na zona do euro, estes custos aumentaram cerca de 2,5% no último ano. Embora isto reflecta, em certa medida, um crescimento da produtividade do trabalho inferior ao que se esperava, vários países – principalmente na periferia da zona do euro – revelaram sinais indubitáveis de sobreaquecimento. No entanto, as perspectivas actuais para o conjunto da zona vão no sentido da desaceleração do crescimento dos custos salariais nominais por unidade do produto, que, segundo as previsões, deverá voltar a situar-se abaixo da barra dos 2% em 2002.

Em suma, apesar de uma subida em 2001, os custos salariais nominais por unidade do produto baixaram na zona do euro em geral. Além disso, apesar de uma acentuada redução do desemprego nos últimos anos, tem havido até agora poucos sinais de uma reaceleração significativa do crescimento dos custos salariais nominais por unidade do produto no conjunto da zona. Deve reconhecer-se que vários países, que viveram alguns anos de crescimento sustentado e em que a oferta no mercado de trabalho se tornou relativamente restrita (Irlanda, Países Baixos e Portugal), parecem estar relativamente mais expostos a eventuais pressões salariais. Além disso, o impacto da redução da semana de trabalho nos custos salariais, em França, poderão fazer-se sentir mais fortemente, quando os aumentos de produtividade compensadores começarem a diminuir. Contudo, de um modo geral, nos primeiros anos da UEM, incluindo os vários anos de preparação para a União Monetária, registou-se uma notável moderação dos salários nominais, que dificilmente poderá explicar-se a não ser por uma alteração das relações comportamentais subjacentes.⁶

A evolução dos salários reais da produção ("product wages"), corrigida em função da produtividade, corrobora a moderação salarial global. É evidente que, na sua forma mais simples, isto se resume à análise da evolução dos custos salariais reais por unidade do produto, que reflecte a evolução da parte do trabalho no rendimento total. Na verdade, no conjunto da zona do euro, a parte do rendimento do trabalho manteve-se, em regra, constante nos primeiros 3 anos da UEM, depois de ter descido continuamente nos cinco anos precedentes.

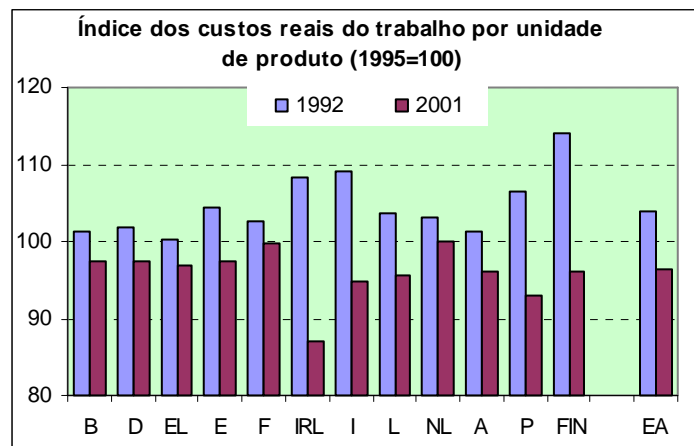
Um exame um pouco mais atento da evolução dos custos salariais por unidade do produto nos últimos 3 anos revela o seguinte padrão:

- A moderação dos salários reais prevaleceu em quase todos os países da zona do euro. Só na França, Luxemburgo e Portugal o custo real do trabalho por unidade do produto era mais elevado em 2001 do que 3 anos antes.
- Nos países do antigo bloco do marco alemão, bem como na Itália, o crescimento dos custos salariais reais por unidade do produto estabilizou basicamente nos últimos 3 anos. Em Espanha, a tendência para a diminuição do peso da massa salarial também sofreu uma pausa, no ano passado.
- Na Irlanda e Finlândia, que registaram diminuições significativas nos custos reais do trabalho por unidade do produto nos anos anteriores à UEM, verificou-se a paragem do processo de queda do peso dos rendimentos do trabalho e os custos salariais reais por unidade do produto começaram a aumentar.

⁶ Em termos mais formais, as previsões por amostragem das equações salariais estimadas até ao início da década de 90 tendem, geralmente, a exagerar a evolução salarial nos anos subsequentes (OCDE 2000).

- Registrou-se uma regressão pronunciada do custo real do trabalho por unidade de produto nos últimos 3 anos no caso da Grécia, que aderiu mais tarde à zona, compensando a subida dos salários reais que se fez sentir nos anos anteriores à adesão à UEM.

É evidente que a moderação dos salários reais deu frutos e contribuiu para o dinamismo na criação de emprego nos últimos anos. A taxa de desemprego da zona do euro diminuiu significativamente, passando do seu valor máximo de 11,5% para menos de 8,5%, mas a evolução salarial permaneceu moderada. Assim, a NAIRU da zona do euro poderá ter diminuído cerca de 1 1/2 pontos percentuais e continua numa trajectória descendente, sugerindo que cerca de metade das melhorias registadas na taxa de desemprego efectiva pode ser considerada de natureza estrutural. Duma maneira geral, outros organismos internacionais, como a OCDE e o FMI, chegaram a conclusões bastante semelhantes. Há, evidentemente, que compreender os mecanismos subjacentes à moderação salarial observada para se poder avaliar se este processo de moderação salarial pode ser sustentado ou não.



2.3 Factores subjacentes à moderação salarial observada nos últimos anos

Para compreender melhor a natureza da moderação salarial observada, tal como reflectida na diminuição da NAIRU, há que referir as reformas relativamente vastas dos mercados de produtos e de trabalho na maioria dos países da zona do euro, que estimulam a concorrência nos mercados de bens e serviços e esbateram as divisões entre os trabalhadores empregados e no desemprego na segunda metade da década de 90. Os esforços de reforma para estimular o emprego⁷ incidiram, nomeadamente, sobre os sistemas fiscal e de prestações sociais, por exemplo, sob a forma de reduções nos impostos sobre as remunerações do trabalho de grupos específicos, ou de apoio financeiro no trabalho para os trabalhadores com baixos salários, e a modernização da organização do trabalho, incluindo um acesso mais fácil ao trabalho a tempo parcial e a flexibilização dos contratos de trabalho.

Por outro lado, a introdução da moeda única não pode deixar de aumentar o grau de concorrência nos mercados de produtos e serviços, aumentando a transparência dos preços entre os Estados-Membros da UEM.⁸ Deste modo, a UEM proporciona o impulso adicional aos esforços já em curso, no contexto do programa de mercado único, para melhorar o funcionamento dos mercados de produtos e serviços. Consequentemente, os riscos de conflitos entre os trabalhadores e as empresas para a partilha das rendas ficará fortemente reduzido.

⁷ Embora as políticas de mercado de trabalho mais activas e preventivas possam ter contribuído para a melhoria da situação em termos de emprego, o seu efeito sobre a moderação salarial e sobre a NAIRU é ambíguo.

⁸ Registe-se, todavia, o ponto de vista mais céptico de vários observadores de que a integração pode não implicar necessariamente uma intensificação da concorrência, porque a integração também facilita as estratégias das empresas transnacionais, podendo permitir-lhes o domínio do mercado de produtos em toda a Europa.

Caixa: Centralização, coordenação e resultados macroeconómicos.

A discussão sobre o modo como as estruturas de negociação salarial afectam a evolução dos salários foi, em grande medida, moldada pela hipótese de Calmfors e Driffill. Esta hipótese prevê uma relação em “U invertido” entre o desemprego e o grau de centralização da negociação salarial. A negociação totalmente centralizada e a totalmente descentralizada são as que produzem os resultados mais favoráveis para o emprego fundamentalmente em virtude de a negociação a nível da empresa tomar em consideração a respectiva competitividade e a negociação a nível da economia preocupar-se com os efeitos macroeconómicos a nível do emprego. Entre estes dois extremos, as implicações exógenas dos aumentos salariais sobre o emprego não são totalmente tidas em conta, o que produz resultados inferiores. Os dados empíricos sobre a relação em U invertido são, todavia, fracos. Uma coordenação bem sucedida, quer seja formal (p.ex., através de normas salariais acordadas com o envolvimento do governo) quer informal (p.ex. através da negociação-padrão) pode ser vista como uma forma de superar a desvantagem potencial das negociações a um nível intermédio.

Embora seja difícil estabelecer com precisão qual foi o contributo dos vários esforços de reforma, subsistem poucas dúvidas de que tiveram algum impacto na redução da NAIRU, ajudando a impor um limite às reivindicações salariais. Contudo, também há que reconhecer que o progresso das reformas tem sido bastante desigual de país para país, continuando as principais economias da zona do euro a padecer de um desemprego estrutural relativamente elevado.

Assim, é difícil explicar a ampla moderação salarial observada sem considerar o papel das políticas salariais informais em vários países⁹. Nos últimos anos, foram celebrados acordos bi e tripartidos sobre a política salarial na Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Alemanha, Grécia, Espanha, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal, que, de um modo geral, comprometiam as partes envolvidas na negociação colectiva a alguma forma de moderação salarial, compatível com a estabilidade dos preços e a melhoria da competitividade. O envolvimento dos governos em “pactos sociais” tripartidos pode assumir várias formas, por exemplo, trocando reduções dos impostos e/ou medidas políticas específicas para o mercado de trabalho por restrições salariais, como foi o caso, recentemente, na Finlândia e na Irlanda. A Finlândia também tentou aumentar a flexibilidade dos salários nominais por meio da introdução dos denominados “fundos reguladores da UEM”,¹⁰ mas o seu impacto permanecerá, provavelmente, bastante limitado.

A Bélgica será, provavelmente, o exemplo mais claro de uma ponderação explícita da competitividade. Em 1996, o governo promulgou uma lei relativa ao “emprego e à competitividade” que incluía uma norma legal relativa aos salários para 1997-1998, segundo a qual os aumentos salariais não deveriam exceder os aumentos médios nos países vizinhos da Bélgica: França, Alemanha e Países Baixos. Na verdade, os parceiros sociais celebraram novos acordos intersectoriais em 1998 e 2000, em que voltaram a incorporar o conceito de uma norma salarial relacionada com as tendências salariais dos países vizinhos como referência-chave para os aumentos salariais médios na Bélgica.¹¹

⁹ Para uma análise pormenorizada, ver, por exemplo, o European Industrial Relations Observatory (EIRO), EIROonline (2000).

¹⁰ Em períodos de retoma económica, as contribuições para a segurança social são cobradas a uma taxa ligeiramente mais alta do que seria necessário. Nas fases descendentes do ciclo, os fundos acumulados podem ser utilizados para pagar os custos adicionais de segurança social.

¹¹ O acordo-quadro mais recente, celebrado em Dezembro de 2000, limita os aumentos dos salários nominais por trabalhador a um total de 6,4 % para o período de 2001-2002.

Caixa: Pactos Sociais.

Nas décadas de 80 e de 90, os pactos sociais tripartidos (re) apareceram em vários Estados-Membros. Na maior parte das vezes, esta abordagem corporativa foi escolhida num contexto de desemprego elevado e de estruturas rígidas no mercado de trabalho. Para o governo, as negociações tripartidas sobre reformas estruturais ofereciam a vantagem de permitirem identificar aquilo que era politicamente exequível numa fase inicial e permitiam, em última instância, obter o apoio activo dos parceiros sociais para a aplicação de um acordo. Além disso, as negociações tripartidas ofereciam a possibilidade de celebrar pacotes de acordos, em que todos os participantes podiam reclamar, pelo menos, a conquista parcial dos seus objectivos. Muitas vezes, os governos incentivavam os pacotes de acordos, oferecendo recompensas (p.ex. sob a forma de reduções fiscais) em caso de êxito. Para os parceiros sociais, a negociação tripartida encerrava a possibilidade de influenciarem as políticas desde o início e de obterem legitimidade.

A preparação para a terceira fase da UEM introduziu novas dimensões no processo de coordenação: a necessidade de cumprir os critérios de Maastricht, do lado orçamental, e o processo de desinflação, do lado monetário. Este último também reforçou a atenção dada à evolução salarial. Contudo, a pressão que favorecera inicialmente os pactos sociais poderá ter sido minorada com o lançamento da moeda única e as condições de crescimento favoráveis em 1999/2000.

A negociação salarial coordenada a nível nacional tem ajudado a manter a moderação dos salários. Contudo, esses acordos enfrentam um problema fundamental de coerência temporal, dificultando a conclusão das negociações. Devido, em particular, à plena mobilidade dos capitais, a eficácia dos mecanismos que vinculam as entidades patronais a políticas de investimento elevado é bastante limitada. Por seu turno, este facto reduz os incentivos para que o lado do trabalho exerça uma moderação salarial, em antecipação de investimentos futuros. Assim, os governos podem ter cada vez mais dificuldades em conceber políticas de apoio, que os principais actores da negociação salarial considerem aceitáveis.

Ao mesmo tempo, com a convergência para níveis de inflação bastante baixos, alcançada na zona do euro, o papel de uma moderação salarial generalizada tornou-se menos importante, ao passo que aumentava a importância de uma maior flexibilidade dos salários nominais para o bom funcionamento da UEM. A experiência sugere que a coordenação da negociação salarial a nível nacional tende a produzir resultados orientados para alguns indicadores relativos à economia em geral e não para as necessidades específicas em termos regionais, empresariais e qualificações. Desde que permita um ajustamento flexível a níveis de negociação mais baixos, a própria negociação coordenada pode produzir resultados bastante diferenciados. Nos últimos anos, verificou-se uma tendência para uma "descentralização centralizada" das negociações salariais em vários países, por exemplo, sob a forma das denominadas "cláusulas de abertura", que permitem um certo grau de diferenciação a nível das empresas. Contudo, a negociação centralizada revelou-se por vezes incapaz de corrigir rapidamente o desvio do crescimento dos salários em relação à evolução da produtividade. Nestes casos, a consequente perda de competitividade pode acumular-se ao longo de um período apreciável, antes de se impor um ajustamento inevitável e doloroso.

Estando as políticas do mercado de trabalho orientadas para a mobilização do potencial de mão-de-obra, através de vastas reformas estruturais destinadas a aumentar as taxas de participação, as pressões salariais globais podem permanecer, na verdade, reduzidas. A reforma estrutural concomitante também facilita a passagem para um grau mais elevado de diferenciação salarial intrínseca.

Até agora, verificaram-se progressos na reforma das instituições do mercado de trabalho na zona do euro e subsistem poucas dúvidas de que as instituições de negociação e fixação salarial responderam, de um modo geral, bastante favoravelmente ao novo ambiente económico, tanto durante a preparação para a terceira fase da UEM, como durante os seus primeiros três anos. Assim, os factores determinantes, a médio prazo, da transparência dos preços, da crescente mobilidade do capital, da integração do comércio e da concorrência e devem proporcionar um reforço da elasticidade entre os salários reais e a procura do factor trabalho. Tal facto deverá fomentar um comportamento da negociação salarial compatível com o emprego, à medida que a ligação entre as tendências salariais e de emprego se vá tornando muito mais evidente e premente.

3. O INVESTIMENTO E O POTENCIAL DE CRESCIMENTO DA ZONA DO EURO

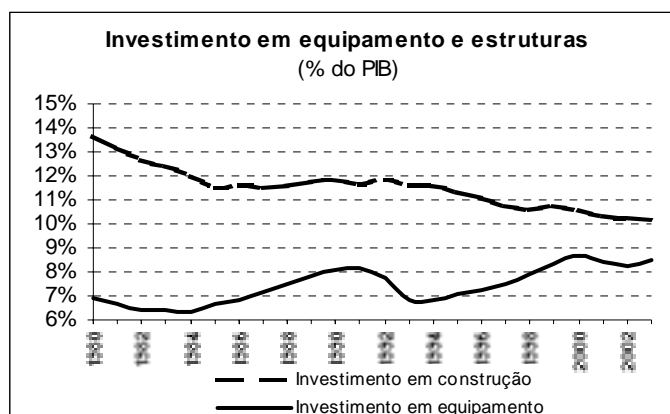
3.1. Tendências do investimento na zona do euro na década de 90

Os investimentos público e privado são cruciais para o desenvolvimento do potencial de crescimento da zona do euro a médio e a longo prazo, uma vez que determinam a estrutura e a dimensão do *stock* de capital e funciona como um canal para a penetração das novas tecnologias. Embora os dados empíricos ainda não sejam conclusivos¹², é, todavia, claro que a UEM oferece um potencial significativo para o crescimento do investimento na zona do euro, por três ordens de razões:

- ao actuar como um complemento do programa de mercado único, o euro fomenta a concorrência e reduz os riscos cambiais,
- ao aprofundar a orientação para uma maior integração do mercado financeiro, as condições gerais de financiamento das empresas deverão melhorar e os investimentos transfronteiras tornar-se-ão mais fáceis,
- a nível das políticas económicas, espera-se que a UEM funcione como um catalisador das reformas estruturais, em especial nos mercados de trabalho. Em relação à vertente orçamental, os défices mais baixos e a descida dos rácios da dívida afectarão as taxas de juro e criarão espaço para a actividade do sector privado.

Embora o potencial de crescimento do investimento oferecido pelo quadro da UEM seja claro, deve salientar-se que a realização desse potencial exigirá esforços políticos significativos, tanto no campo macroeconómico como no microeconómico, nos próximos anos. A dimensão do desafio é revelada por uma análise das tendências históricas. O medíocre desempenho do investimento na zona do euro, durante a década de 90 é por muitos considerado como um importante factor subjacente ao crescimento efectivo e potencial relativamente fraco desta zona. O presente capítulo procura isolar os factores cruciais para a determinação das tendências do investimento, dando especial atenção aos que a UEM poderá afectar directa ou indirectamente.

Durante a maior parte da década de 90, o investimento na zona do euro teve um comportamento pouco dinâmico. A recuperação do investimento nos finais da década parece lenta, em comparação com o ciclo de investimento anterior, que começou em 1986, durou 5 anos e chegou a atingir taxas máximas de crescimento do investimento total da ordem dos 7%. Em contraste, a recuperação do final da década de 90 foi simultaneamente mais curta e menos pronunciada, com taxas de crescimento anual não superiores a 5%. O peso do investimento no PIB mostra um panorama semelhante de recuperação mais ténue na década de 90, embora tenha progredido regularmente entre 1997 e 2000, mas mantendo-se abaixo do pico alcançado no final da década de 1980. O crescimento do investimento foi invulgarmente dinâmico na segunda metade dessa década¹³.

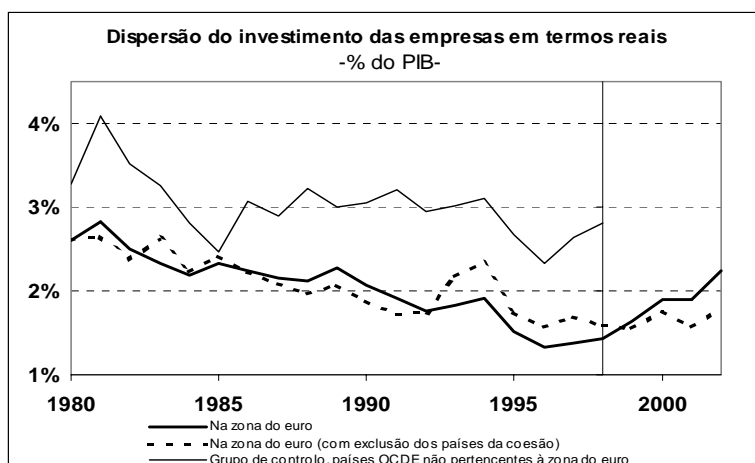


¹² Dado o pouco tempo decorrido desde o início do processo da UEM, é manifestamente demasiado cedo para tentar fazer uma avaliação empírica alargada do seu impacto no investimento na zona do euro.

¹³ Esta dinamização reflectiu, pelo menos parcialmente, um efeito de antecipação da conclusão do mercado único.

A tendência do investimento global pode ser desagregada em investimento em construção e em equipamento ou, alternativamente, em investimento público e privado. O sector da construção, que representa mais de metade do investimento total, teve uma influência determinante no fraco desempenho do investimento na zona do euro, depois da recessão de 1992-1993. Em contraste, as fases de expansão dos ciclos de investimento em equipamentos das décadas de 80 e de 90 parecem bastante semelhantes, tanto em termos de duração como de taxas de crescimento. As taxas médias de crescimento foram ligeiramente inferiores durante a expansão da década de 90, mas em 2000 o investimento real em equipamento foi significativamente mais elevado, em percentagem do PIB, do que no ponto mais alto do ciclo de investimento anterior. Aproximadamente três quartos das despesas totais de investimento das empresas são em equipamentos, testemunhando um padrão de crescimento sustentado durante a maior parte da segunda metade da década de 90. A parte das despesas com TIC no PIB total também aumentou nos últimos anos¹⁴. Ao contrário do investimento das empresas, o investimento público (parcialmente em resultado da privatização) registou uma descida contínua quanto ao seu peso no PIB, entre 1991 e 1998, e manteve-se bastante estável posteriormente. Consequentemente, quando se exclui o investimento na construção e o investimento público do panorama geral da década de 90, o investimento em equipamentos é animador, com uma aceleração do investimento das empresas nesta área, desde meados dessa década, sobretudo em termos reais, e com uma diminuição acentuada dos preços no sector das TIC. O investimento das empresas (em percentagem do PIB) atingiu níveis semelhantes ao ponto máximo dos finais da década de 1980.

Na década de 90, pôde observar-se uma redução considerável da variação das taxas de investimento entre os vários países, embora a dispersão das taxas de investimento no resto dos países da OCDE¹⁵ se tenha mantido bastante estável. Este comportamento aponta para a convergência das condições económicas e uma mais forte sincronização das políticas na fase preparatória da terceira fase do UEM. Surpreendentemente, a tendência para uma convergência real foi mais acentuada nas economias mais avançadas do que nos países da coesão. Desde 1999, porém, a dispersão das taxas de investimento das empresas não voltou a diminuir, observando-se até um ligeiro aumento nos últimos anos, causado, em certa medida, por um investimento mais dinâmico nos países que estão em fase de convergência real.



¹⁴ Num estudo recente (ECB WP 122, *New Technologies and Productivity Growth in the euro area*, Vijselaar and Albers), o BCE estima que a contribuição do investimento nas TIC para o crescimento do produto na zona do euro aumentou de 0,37 pontos percentuais, no período de 1991-1995, para 0,74 pontos percentuais em 1996-1999.

¹⁵ Incluindo a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido.

Caixa: Investimento directo estrangeiro

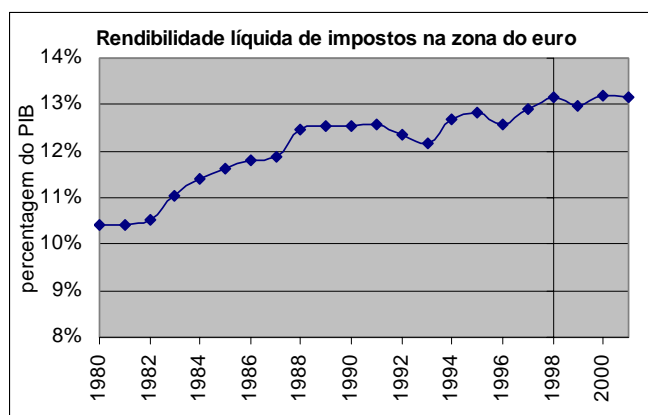
Ao longo de toda a década de 90, a integração europeia removeu gradualmente as barreiras ao investimento directo estrangeiro (IDE) e à propriedade directa por parte das empresas estrangeiras. A introdução do euro continuou a reduzir os obstáculos aos fluxos de investimento no âmbito da zona do euro suscitados pela variabilidade potencial das taxas de câmbio e pelas perspectivas de redução do enviesamento para o país de origem das carteiras de títulos do sector privado. Ao mesmo tempo, os obstáculos ao comércio foram minorados, pelo que, sendo o IDE até certo ponto um substituto dos fluxos comerciais, o impacto global da integração é ambíguo.

Tanto os fluxos de IDE para fora da zona do euro como os aflusos de IDE para a região aumentaram significativamente na segunda metade da década de 90. Afiguram-se pertinentes alguns comentários sobre o elevado nível de fluxos líquidos de IDE para o exterior nos últimos anos. As saídas líquidas de IDE a partir da zona do euro aceleravam claramente na segunda metade dos anos 90, atingindo em média mais de 1% do PIB entre 1996 e 1999. Os dados relativos ao IDE indicam que o investimento das empresas sediadas na zona do euro teve, na verdade, uma recuperação muito mais forte durante a segunda metade da década de 90 do que transparece dos dados da contabilidade nacional relativos ao investimento das empresas. Uma análise dos dados geográficos e sectoriais que confirma esta aceleração dos fluxos líquidos de IDE, nos últimos anos, foi em grande medida suscitada pelas decisões estratégicas das empresas multinacionais, num pequeno número de sectores e zonas geográficas, decisões provavelmente mais ligadas à política de expansão mundial do que motivadas pelas diferenças na rentabilidade previstas. Os dados respeitantes a 2000 mostram a entrada de importantes fluxos de IDE na Alemanha e o grande volume de saídas do Reino Unido, ligadas a operações de fusão e aquisição no sector das telecomunicações. Até agora, não há dados empíricos convincentes de que os fluxos de IDE tenham reagido fortemente às diferenças de competitividade existentes no interior da zona do euro.

3.2 Determinantes do investimento na zona do euro

A teoria económica aponta para três grandes factores macroeconómicos que determinam o investimento: a procura agregada, o custo do capital e a rentabilidade. Dada a importância particular da produtividade e do crescimento potencial, realizou-se uma estimação simples e directa da importância relativa das principais variáveis macroeconómicas, utilizando como variáveis explicativas do investimento em equipamentos a rentabilidade, os preços relativos do investimento e as taxas de juros reais. Como se previa, os resultados do estudo mostram um impacto positivo associado a lucros mais elevados, taxas de juro reais mais baixas e impostos mais reduzidos. Um aumento sustentado da rentabilidade em 1 ponto percentual aumenta a parte do investimento em equipamentos no PIB em 0,10 a 0,15 pontos percentuais. Uma diminuição semelhante dos preços relativos do investimento ou das taxas de juro reais aumentaria a parte do investimento em equipamentos em cerca de 0,05 pontos percentuais.

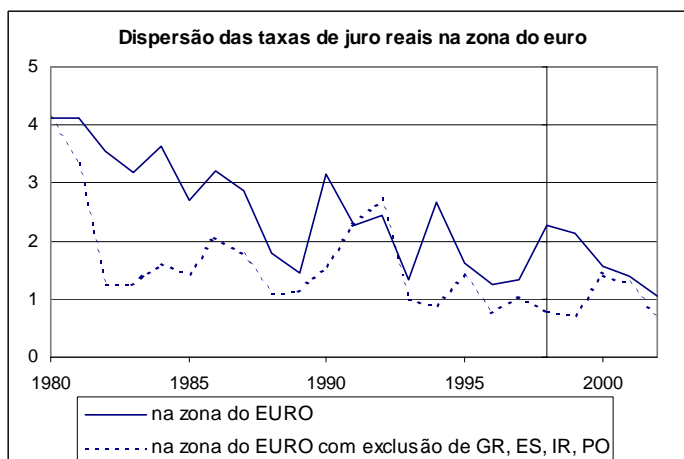
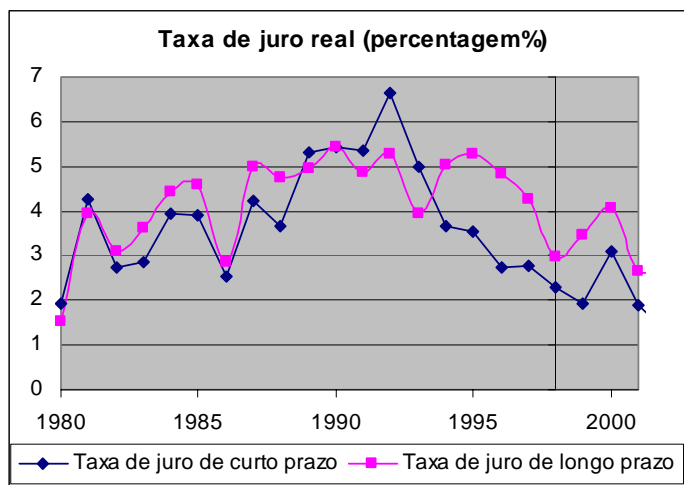
Desde o início da década de 90, a rentabilidade após impostos na zona do euro apresenta uma tendência visível e contínua para aumentar¹⁶. Ao mesmo tempo, o crescimento tornou-se mais intensivo em termos de mão-de-obra, implicando um declínio significativo da substituição do trabalho pelo capital. Esta tendência reflecte simultaneamente o movimento secular para uma economia mais dominada pelo sector dos serviços e o



¹⁶ Medida pelo PIB a preços de mercado menos o rendimento do trabalho (com a exclusão dos trabalhadores independentes) e corrigido das variações do imposto afectivo sobre as pessoas colectivas; valor expresso em percentagem do capital.

longo período ininterrupto de moderação salarial. Infelizmente, o aumento relativamente importante da rentabilidade não parece estar a traduzir-se, por enquanto, num desempenho equivalente do investimento total. Um aspecto mais animador é o facto de a UEM ter tido efeitos positivos no investimento, graças a uma redução da incerteza, pois a volatilidade das taxas de câmbio entre os Estados-Membros da zona do euro é uma mera lembrança do passado, e às taxas de juro de curto e de longo prazo mais baixas, em resultado das políticas orçamentais são prosseguidas no quadro da UEM.

Como se previa, as determinantes macroeconómicas fundamentais do investimento também revelaram um grau considerável de convergência nos últimos anos. A dispersão da rentabilidade após impostos, medida pelo seu desvio-padrão, diminuiu quase para metade desde finais da década de 1980, com um declínio especialmente forte no início dos anos 90. Do mesmo modo, as taxas de juro reais também deram sinais de convergência. A convergência da taxa da rentabilidade reflecte uma maior concorrência no mercado de produtos e no mercado de trabalho, bem como uma maior mobilidade do capital devida à liberalização financeira. Este facto, juntamente com a crescente sincronização das condições orçamentais e monetárias no interior da zona do euro, permite a explicar a convergência das taxas de juros reais. No entanto, os factores especificamente nacionais continuam a desempenhar um certo papel. O aumento excepcional do investimento irlandês foi acompanhado por um aumento substancial da rentabilidade líquida de impostos. Portugal é o único país em que a rentabilidade diminuiu ao longo dos últimos três anos, mas, como as taxas de juro reais também diminuíram, a taxa de investimento pouco mudou.



Embora as variáveis macroeconómicas tradicionais pareçam explicar, em certa medida, o comportamento do investimento na zona do euro, os factores macroeconómicos também desempenham um papel importante. É evidente que os factores de rigidez estrutural nos mercados financeiros, do trabalho e dos produtos têm de ser eliminados, para que a UEM possa concretizar plenamente o seu potencial em termos de melhoria do ambiente económico para o investimento. As comparações entre os países mostram que as variáveis dos mercados bolsistas estão positivamente correlacionadas com o crescimento do investimento. Existem correlações semelhantes para os indicadores da dimensão, da liquidez e dos preços dos mercados bolsistas. Não se trata de resultados surpreendentes, pois as empresas investem para aumentar os lucros e os accionistas avaliam o valor das empresas de acordo com os lucros futuros previsíveis. Os dados disponíveis até à data sugerem que os mercados bolsistas são particularmente importantes como fontes de financiamento para as empresas do sector das TIC, que têm sido um importante motor do crescimento do investimento nos

EUA. A regulação dos mercados de produtos parece ser outra determinante estrutural que afecta significativamente o comportamento do investimento. Os indicadores desenvolvidos pela OCDE para medir as diferenças entre os padrões regulamentares dos diversos países demonstram consistentemente que uma regulamentação mais restritiva caminha a par com menores taxas de crescimento do investimento. Em particular, os indicadores ligados ao grau de propriedade pública (dimensão, âmbito de actividade das empresas públicas e o seu controlo empresarial), ao grau de intervenção do Estado nas actividades empresariais (controlo dos preços, regras dirigistas e de controlo) e aos obstáculos ao espírito empresarial (opacidade regulamentar, pesados entraves administrativos à formação de novas empresas e obstáculos à concorrência) afectam negativamente a actividade de investimento. Por último, é possível que a rigidez do mercado de trabalho tenha travado o investimento na zona do euro. Na verdade, o indicador da legislação de protecção do emprego da OCDE está negativamente correlacionado com o crescimento do investimento real. Outras variáveis estruturais quantitativas do mercado de trabalho apontam na mesma direcção, como por exemplo a “taxa de imposto para os trabalhadores com baixos salários” e a “duração dos subsídios de desemprego”.

Com base nos dados apresentados, parece ser simultaneamente necessário e possível melhorar o ambiente para o investimento na zona do euro, oferecendo a UEM potencialidades para que isso aconteça. Um aumento sustentado da taxa de formação de capital fixo faria a zona do euro enveredar por uma via de crescimento duradouro do nível de vida. Um aumento da parte do investimento no PIB aumentaria o potencial de crescimento da zona a muito curto prazo e, se os progressos tecnológicos fossem incorporados na modernização dos *stocks* de capital, também a longo prazo. A análise dos dados sobre as determinantes do investimento apontam para a necessidade de solucionar uma série de factores de rigidez estrutural existentes na zona do euro, com o objectivo de melhorar o clima de investimento. Neste contexto, está a ser considerada uma vasta gama de medidas de reforma estrutural, incluindo reformas do mercado de trabalho, reduções dos impostos que incidem sobre as empresas e reformas dos mercados financeiro e de produtos, que fomentem a concorrência e reduzam as rendas monopolistas.

Para concluir, a UEM tem potencialidades para melhorar significativamente o ambiente para o investimento na zona do euro e para funcionar como um poderoso contrapeso ao impacto negativo sobre o crescimento, decorrente de factores como a diminuição da base demográfica. Espera-se que a UEM desempenhe este papel positivo: (a) através da promoção da concorrência e da redução dos riscos cambiais, fazendo sentir os seus efeitos sobre uma série de determinantes do investimento; (b) actuando como um catalisador do desenvolvimento do mercado financeiro; e, (c) estimulando uma série de reformas macro e microeconómicas aptas a fomentar o investimento.

4 O SISTEMA FINANCEIRO DA ZONA DO EURO

4.1 Evolução global do sistema financeiro da UE

Nos últimos anos, registou-se uma aceleração clara do processo de desenvolvimento e integração dos mercados financeiros da UE. Há três factores principais, interligados, por detrás dessa aceleração: i) a globalização, fomentada pela liberalização dos movimentos internacionais de capitais, a desregulamentação financeira e os avanços tecnológicos; ii) a criação progressiva de um quadro regulamentar comum a toda a UE (no âmbito dos esforços com vista a realizar o mercado interno de serviços financeiros), acompanhada de reformas financeiras introduzidas pelos Estados-Membros; e iii) a passagem para o euro.

Antes de Janeiro de 1999, a necessidade de operar em muitas moedas nacionais era um importante obstáculo à integração financeira da União. A presença de um risco cambial limitava a capacidade de atracção do investimento transfronteiras, reduzia o incentivo para prosseguir a harmonização regulamentar a nível da UE e amortecia as pressões da concorrência nos mercados nacionais dos Estados-Membros. A passagem para o euro, moeda única em doze Estados-Membros, alterou profundamente esta situação. Com a chegada do euro, os riscos cambiais deixaram de ser uma fonte de fragmentação do sistema financeiro da UE e, simultaneamente, foram postos em evidência os custos de oportunidade inerentes às fontes de fragmentação remanescentes no sistema. Uma integração mais profunda, suscitada pelo euro, traduziu-se em mercados mais homogéneos, numa vaga de operações de consolidação entre os intermediários e as bolsas e no surgimento de produtos e técnicas novos e inovadores. Os operadores do mercado adoptaram estratégias pan-europeias e os responsáveis políticos reagiram, atribuindo grande prioridade política à conclusão do mercado interno de serviços financeiros. Além disso, aumentou o incentivo à intensificação das reformas internas, como meio de preservar a competitividade dos sistemas financeiros nacionais, anteriormente protegidos.

Estruturas das fontes de financiamento na zona do euro e nos EUA no final de 2001 (% do PIB)

	Zona do euro	EUA
Depósitos bancários	64,3	60,6
Empréstimos bancários	108,2	50,7
– a empresas	42,7	16,1
– às famílias	45,7	34,6
– ao sector público administrativo	12,4	0,0
Títulos de dívida em circulação	90,6	148,6
Emitidos por:		
– Empresas	5,7	24,1
– Instituições financeiras	30,3	41,7
– sector público	54,6	82,8
Capitalização bolsista	73,3	138,7

Fontes: BCE (depósitos e empréstimos bancários na zona do euro), Federal Reserve (depósitos e empréstimos bancários nos EUA), Eurostat (PIB da zona do euro e dos EUA, capitalização bolsista), BPI (títulos de dívida); no caso dos EUA, os depósitos e empréstimos bancários são agregados para os bancos comerciais, cooperativas de crédito e caixas económicas (dados do Fed, Fluxos Financeiros); os títulos da dívida do sector público em circulação compreende os títulos emitidos por empresas que beneficiam do apoio estatal (Government-Sponsored Enterprises) e os agrupamentos de instituições de crédito hipotecário ligados à administração federal.

É em geral referido que, enquanto os sistemas financeiros dos EUA se baseiam predominantemente no mercado, os da zona do euro baseiam-se predominantemente no financiamento bancário¹⁷. Esta asserção continua a ser válida. O financiamento bancário, em especial, desempenha um papel muito maior no financiamento das empresas na zona do euro do que nos EUA. Neste país, a emissão directa de títulos é o principal meio de financiamento das empresas, como o demonstra o grande valor dos títulos de dívida activos e a capitalização bolsista. Apesar destas diferenças, é de referir que, em ambas as zonas económicas, todos os instrumentos e intermediários desempenham um papel importante.

Na zona do euro, os avanços no tratamento da informação, na liberalização e na integração do mercado (designadamente através da supressão de doze moedas diferentes), têm vindo a favorecer o desenvolvimento dos mercados de capital em relação ao financiamento bancário. Contudo, não há provas teóricas nem empíricas que sugiram que um sistema financeiro mais titularizado seria superior ao actual sistema baseado predominantemente na banca. Dever-se-ão tomar em consideração outras características mais relevantes para avaliar a eficiência global de um sistema financeiro – como, por exemplo, o facto de ser completo e adaptável¹⁸.

O sector financeiro da zona do euro está a passar por uma fase de rápidas transformações estruturais, em que uma integração crescente dos mercados nacionais é acompanhada por uma expansão geral do sector financeiro e por um aumento da concorrência entre os instrumentos e intermediários existentes. Devido às características específicas das várias componentes do sector financeiro, o ritmo da evolução, nomeadamente no que diz respeito à integração, tem sido bastante desigual de mercado para mercado.

4.2 Mercados monetários e de instrumentos derivados

Desde 1 de Janeiro de 1999, as operações de política monetária do BCE são exclusivamente realizadas em euros, com base na procura de liquidez do conjunto da zona, sem qualquer discriminação em função das necessidades de liquidez dos sistemas bancários nacionais. Puderam ser resolvidos alguns problemas associados aos procedimentos de distribuição da liquidez do BCE, com a adopção de leilões a taxas variáveis, em Junho de 2000. Embora o mercado monetário do euro tenha funcionado correctamente desde essa data, o grau de integração varia consoante os seus diferentes segmentos.

No *mercado de depósitos interbancários não garantidos*, a integração está praticamente completa e existe uma convergência praticamente total das taxas de juro de muito curto prazo em toda a zona do euro. Essa convergência das taxas de juro reflecte-se também na plena aceitação por parte dos operadores de mercado da EONIA (Euro Overnight Index Average) e da EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offer Rate) como referências para os preços uniformes. Para a convergência das taxas de juro também contribuiu a eficácia da distribuição da liquidez em toda a zona: as transacções transfronteiras são responsáveis por grande parte (cerca de 60%) da actividade interbancária total dos maiores participantes no mercado. Há indicações de que o mercado interbancário desenvolveu uma estrutura em dois níveis, para a distribuição da liquidez, com os bancos relativamente grandes a dominarem as operações transfronteiras e os bancos mais pequenos a dependerem das transacções de âmbito nacional com os bancos maiores para o seu financiamento. A convergência das taxas de juro também está patente nos prazos de vencimento algo mais longos no mercado monetário. Segundo estudos do BPI¹⁹, os diferenciais entre as taxas de procura e de oferta registaram um declínio de 40% entre 1996 e 2000,

¹⁷ Ao comparar o mercado financeiro da zona do euro com o dos EUA, deve salientar-se que a zona do euro é fundamentalmente diferente dos EUA, porque é uma união de países e não um só país. Apesar dos grandes progressos registados em termos da integração financeira, o sector financeiro da zona do euro continua a ser caracterizado por numerosas diferenças a nível dos sistemas jurídicos e regulamentares nacionais, convenções de mercados, etc..

¹⁸ Uma estrutura financeira completa oferece às empresas, através dos mercados e intermediários, os financiamentos que melhor correspondem às suas necessidades elas sentem nas diversas fases da sua vida. Uma estrutura adaptável oferece a margem necessária para a evolução de novos tipos de intermediários financeiros ou de novas modalidades contratuais, em caso de transformação do ambiente empresarial.

¹⁹ Banco de Pagamentos Internacionais (2000), 70º Relatório Anual.

a nível das taxas de juros de depósito em euros a 3 meses, o que constitui mais uma prova da integração do segmento do mercado monetário correspondente aos depósitos em euros.

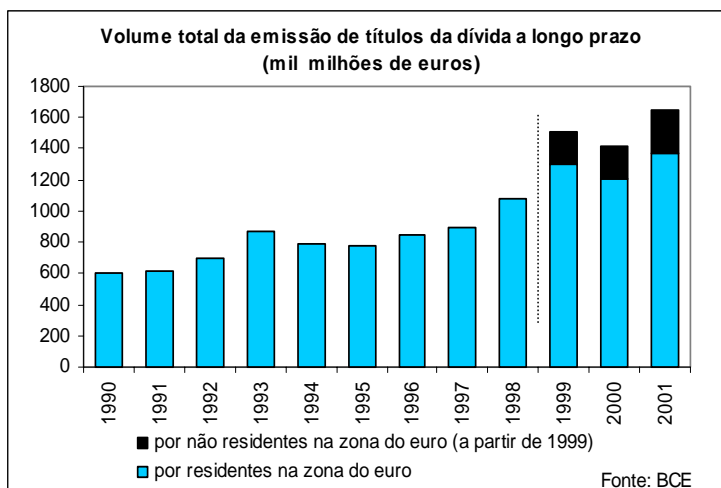
Em paralelo com a evolução do mercado das operações monetárias não garantidas, o *mercado de instrumentos derivados* da zona do euro também está fortemente integrado. O mercado transfronteiras de *swaps* de taxas de juro em euros expandiu-se acentuadamente desde a introdução da moeda única e o elevado grau de integração do mercado reflecte-se nos diferenciais muito estreitos entre as taxas de oferta e de procura e nos montantes relativamente elevados dos títulos em circulação. A actividade noutros mercados de instrumentos derivados também aumentou, tendo os contratos de futuros baseados na EURIBOR substituído todos os contratos de futuros nas antigas unidades monetárias nacionais existentes antes da UEM.

Em contrapartida os segmentos *garantidos do mercado monetário* (p.ex. os acordos privados de recompra, os bilhetes do tesouro, os papéis comerciais e os certificados de depósito, que envolvem a troca de liquidez por garantias) continuam a estar consideravelmente menos integrados. Este estado de coisas reflecte as dificuldades associadas à eficácia de garantias no estrangeiro, principalmente devido às diferenças nas práticas e regras dos mercados e às disparidades das regulamentações nacionais no tratamento fiscal e jurídico aplicável aos títulos utilizados como garantia. Estas diferenças nacionais reflectem-se na fragmentação das infra-estruturas do mercado, numa base nacional, e podem criar importantes dificuldades práticas para a compensação e liquidação transfronteiras, tal como foi salientado num relatório recente do Grupo Giovannini²⁰. A Directiva relativa à prestação de garantias transfronteiras, que deverá ser transposta até 2003, dará uma resposta às actuais dificuldades na utilização de garantias transfronteiras e contribuirá para uma maior integração dos mercados financeiros da UE, designadamente ao determinar a lei que rege os contratos de garantia transfronteiras.

4.3 Mercados obrigacionistas

A introdução do euro integrou os mercados obrigacionistas nacionais dos Estados-Membros participantes, dando origem a um mercado de obrigações expressas em euros, substancialmente mais homogéneo. Os efeitos da integração são evidentes em muitos aspectos da actividade do mercado.

Em primeiro lugar, a maior liquidez e profundidade do mercado do euro reflectiu-se em volumes de emissão mais elevados. Desde Janeiro de 1999, o volume total das emissões nacionais em euros, ultrapassou as emissões combinadas nas antigas unidades monetárias nacionais, realizadas nos anos imediatamente anteriores à UEM. As emissões em euros foram particularmente elevadas em 1999, tendo aumentado 20% em relação a

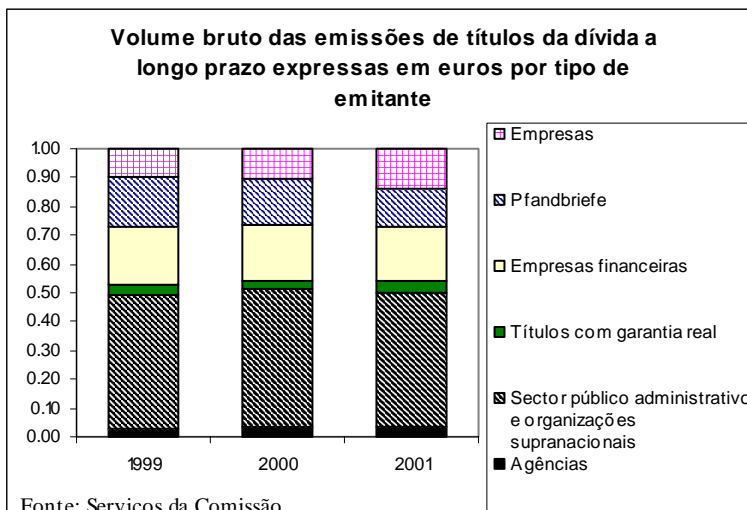


1998. Este acentuado aumento das emissões foi um reflexo da libertação da procura reprimida, tanto da parte dos emitentes como dos investidores, que tinham atrasado a sua entrada no mercado devido à turbulência existente no sistema financeiro internacional, e à incerteza que rodeava a passagem para o

²⁰ O Grupo Giovannini é um grupo de participantes no mercado, presidido por Alberto Giovannini, criado para aconselhar a Comissão a respeito dos mercados financeiros. Em Novembro de 2001, o grupo publicou um Relatório intitulado "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". Este relatório, publicado pela Comissão Europeia na série Economic Papers (nº 163), está disponível no seguinte endereço: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

euro. As empresas emittentes estiveram particularmente activas nos primeiros meses de 1999, pois muitas desejavam consolidar a sua posição no novo mercado, potencialmente mais líquido. Porém, em 2000 a emissão em euros diminuiu 6% (incluindo as emissões por não residentes na zona do euro, relativamente às quais só existem dados disponíveis a partir de 1999), com o regresso a um ritmo mais normal da actividade emissora, devido à redução das necessidades de empréstimos dos Estados e à deterioração progressiva da atitude do mercado, à medida que as taxas de juro e os preços do petróleo iam subindo regularmente, tendo a emissão em euros registado uma inflexão acentuada no início de 2001. Apesar de ter desacelerado no final do ano, as emissões totais em 2001 foram superiores em 16% às do ano anterior. O dinamismo das emissões em euros, no ano de 2001, pode ser atribuído aos emittentes empresariais e financeiros, que reagiram às melhoria das condições do mercado obrigacionista e à deterioração da situação nos mercados accionistas mundiais.

Em segundo lugar, em relação à situação pré-UEM, registou-se uma subida acentuada das emissões do sector privado em detrimento das emissões públicas.

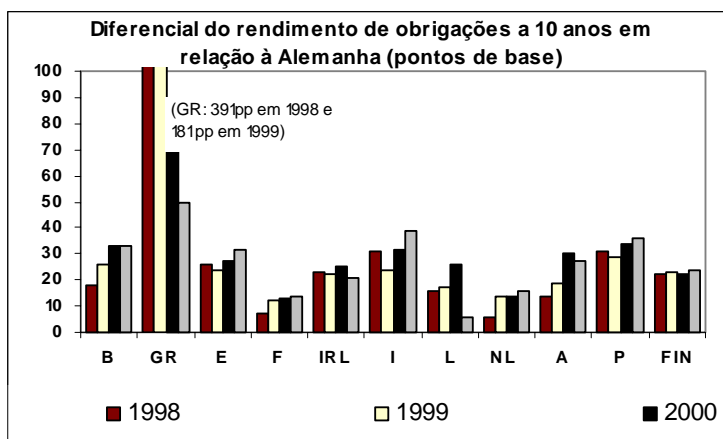


Esta evolução da composição da emissão de obrigações é resultante tanto das menores necessidades de financiamento dos Estados da zona do euro, (na sequência da contenção orçamental da década de 90) como de uma expansão das emissões por parte de empresas financeiras e não financeiras. Em particular, o mercado relativamente pouco desenvolvido das obrigações de empresas não financeiras registou taxas de crescimento excepcionalmente elevadas, tendo o volume total das emissões subido de 27 milhares de milhões de euros, em 1998, para 97 milhares de milhões, em 2001. Podem encontrar-se outros indícios de uma maior liquidez nos segmentos empresarial e financeiro do mercado na dimensão cada vez maior das diversas emissões, sendo já vulgares tranches superiores a mil milhões de euros²¹. No segmento de mercado das empresas não financeiras, o aumento das emissões de empresas menos bem notadas também é indício de um mercado relativamente líquido, embora a parte de emissões de alta rentabilidade se mantenha relativamente pequena. O florescimento das emissões de títulos reflecte, sem dúvida, a maior procura dos investidores num mercado obrigacionista denominado em euros mais líquido, bem como outros factores não directamente relacionados com o euro, como a necessidade de financiar o volume crescente das actividades de fusões e aquisições e os leilões de UMTS, que estimularam a oferta de obrigações empresariais e financeiras.

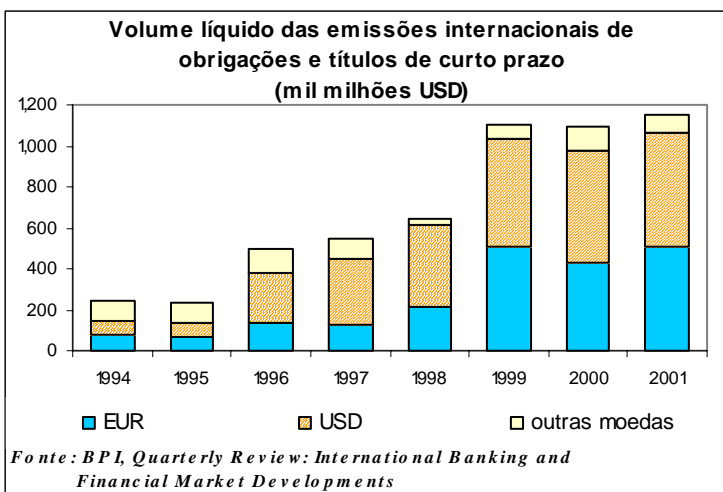
Apesar da diminuição do seu peso relativo no volume total das emissões, as emissões de obrigações soberanas continuam a ser uma fonte dominante da oferta de títulos no mercado de obrigações expressas em euros. Em 2001, representavam ainda mais de 40% do volume total das emissões em euros. A homogeneidade do mercado das Obrigações do Tesouro da zona do euro manifesta-se de forma evidente pela forte convergência dos rendimentos dos Estados-Membros, um fenómeno que contrasta singularmente com a situação que prevalecia ainda recentemente, em meados da década 90. Esta convergência dos rendimentos pode ser imputada à eliminação do risco cambial e à melhoria relativa das situações orçamentais em diversos Estados-Membros. A liquidez neste segmento do mercado continua, no entanto, a ser fragmentada, na medida em que as Obrigações do Tesouro são

²¹ Freddie Mac, o serviço parapúblico do crédito hipotecário dos EUA, lançou um programa significativo de emissão em euros em Setembro de 2000, prevendo a emissão de obrigações no valor de 5 milhares de milhões de euros, por trimestre, com vários prazos de vencimento.

emitidas por doze organismos distintos, cujas necessidades de financiamento, emissões, estratégias, procedimentos e instrumentos são diferentes entre si. Os prémios de liquidez parecem ter-se tornado num factor determinante dos diferenciais de rendimento das Obrigações do Tesouro na zona do euro, em detrimento dos Estados-Membros que têm um menor volume de emissão, podendo vários de entre estes beneficiar normalmente de um risco de crédito reduzido, em virtude de disporem de uma situação orçamental favorável. Na maioria desses países, os diferenciais das obrigações a dez anos face à Alemanha registaram um crescimento entre 1998 e 2001. O êxito da Obrigação do Tesouro alemã a dez anos explica-se também pelo facto de este título ser transaccionado no mercado a prazo Eurex, que conseguiu obter uma posição predominante na zona do euro. O facto do mercado de um instrumento derivado se tornar particularmente dinâmico acaba por reforçar a liquidez do título que lhe está subjacente.



Em terceiro lugar, à medida que os volumes das emissões aumentavam, o euro firmava-se como a segunda moeda mais importante na emissão internacional de obrigações. O dólar dos EUA e o euro dominam agora as emissões internacionais, representando mais de 90% do total²² (Gráfico 4.3). A parte das emissões internacionais em euros quase igualou a do dólar dos EUA em 1999, mas voltou a regredir fortemente em 2000. Em 2001, a parte do euro representava 44%, contra 48% do dólar dos EUA.



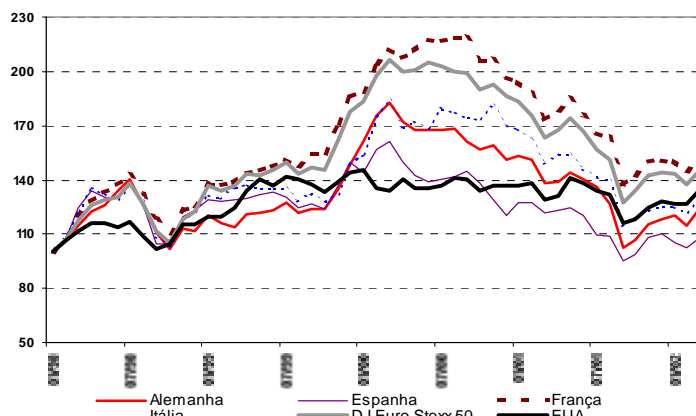
4.4 Mercados accionistas

A passagem para o euro, ao eliminar os riscos cambiais, estimulou a procura de investimento transfronteiras em acções. Outros factores contribuíram para o desenvolvimento das trocas transfronteiras, tais como a crescente internacionalização da emissão de acções, a multiplicação das fusões e aquisições transfronteiras e a consolidação das bolsas de valores oficiais.

²² A base de dados do BPI sobre os títulos de crédito internacionais abrange três tipos de instrumentos: os títulos expressos numa moeda diferente da do mercado nacional em que são emitidos ("euroobrigações"), os títulos expressos na moeda do mercado em que são emitidos, cuja emissão é efectuada por não residentes (obrigações estrangeiras do tipo "Yankee bonds" no mercado americano) bem como os títulos expressos numa moeda do mercado em que são emitidos, cuja emissão é efectuada por residentes mas está reservada a não-residentes (DRI Quarterly Review, Março de 2002).

À parte estas transformações estruturais, a integração dos mercados accionistas da UE tem sido sobretudo evidente numa evolução sectorialmente mais correlacionada das cotações das acções nos mercados dos vários Estados-Membros. Isto indica uma mudança de comportamento dos investidores, que, após terem privilegiado os investimentos numa base nacional, passaram a optar pelos investimentos numa base sectorial, sendo a divergência na evolução dos índices sobretudo explicada pelas diferenças na sua composição. A utilização de instrumentos derivados ligados a acções também aumentou significativamente nos últimos anos, aumentando a liquidez dos mercados accionistas primários.

Principais índices da bolsa da zona do euro e dos EUA - Jan. 1998=100



O incentivo ao investimento accionista transfronteiras proporcionado pelo euro tem contribuído para estimular a actividade nos mercados bolsistas da União Europeia especializados na nova economia, os quais – em sintonia com a evolução nos EUA – têm revelado um comportamento bastante errático nos últimos anos, reflectindo os altos e baixos da procura de acções TMT (tecnologia, meios de comunicação social e telecomunicações).

A resposta das bolsas estabelecidas à intensificação da concorrência, nomeadamente das numerosas redes de transacções electrónicas criadas nos últimos anos, tem consistido na adopção de estratégias de fusão e de agrupamento. Embora se trate mais de um fenómeno mundial do que especificamente europeu, houve vários esforços visíveis de consolidação na Europa. O mais notável foi a criação da Euronext, em meados de 2000, que resultou da fusão das bolsas de Amsterdão, Bruxelas e Paris, e às quais se juntou a Bolsa de Lisboa, em 2002. Nem todos os esforços de consolidação se revelaram, todavia, bem sucedidos, sendo a fusão falhada da Deutsche Börse e da London Stock Exchange um exemplo notável disso mesmo.

Sob o efeito da concentração progressiva das bolsas, a infra-estrutura de pós-transacção da UE também está a transformar-se lentamente. Historicamente, as infra-estruturas europeias de negociação de títulos desenvolveram-se em bases nacionais, o que levou à criação de estruturas eficientes de negociação de títulos a nível nacional, que, em geral, integram verticalmente as funções de negociação, compensação, liquidação e depósito²³. Estas estruturas de base nacional – que oferecem um espaço muito limitado para a negociação transfronteiras – sobreviveram, de um modo geral, até agora. Os vários sistemas nacionais utilizam práticas específicas e estão sujeitos a diferentes quadros regulamentares, jurídicos e fiscais aplicáveis aos valores mobiliários. Esta situação impõe custos adicionais à negociação transfronteiras de títulos na União Europeia, tanto custos directos, sob a forma de preços mais elevados pelos serviços prestados, como custos indirectos, relacionadas com ineficiências no funcionamento do sistema financeiro, tais como os custos de administração mais elevados quando os serviços administrativos trabalham com vários mercados. A consolidação limitada que se verificou até à data incidiu principalmente nas câmaras de compensação, ao passo que a configuração dos sistemas de liquidação dos títulos pouco mudou relativamente à situação anterior ao euro²⁴.

²³ Ver relatório do Grupo Giovannini “Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union”, *op. cit.*

²⁴ Por exemplo, as funções de compensação de três das bolsas Euronext (Amsterdão, Bruxelas e Paris) fundiram-se legalmente, no início de 2001, na Clearnet SBF, como contraparte central para todas as transacções realizadas na Euronext. Para facilitar a transferência transfronteiras de títulos, foram estabelecidas ligações entre os sistemas de liquidação. Contudo, a utilização destas ligações foi mais modesta do que se esperava; (BCE (2001) Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)).

4.5 Capital de risco

O capital de risco constitui, normalmente, uma fonte secundária do financiamento global das empresas. No entanto, a sua importância é muito maior do que deixa supor o seu peso porque o capital de risco ocupa um lugar fundamental nas fases iniciais do ciclo de vida de uma empresa.

Na zona do euro, parcialmente devido a iniciativas a nível da UE, como o Plano de Acção em matéria de Capital de Risco (PACR) de Abril de 1998, o sector do capital de risco cresceu rapidamente, na década de 90. Em anos mais recentes, o sector sofreu, no entanto, com o abrandamento da economia e a acentuada correcção dos preços bolsistas para as empresas de grande crescimento, verificada ao longo de 2000. Contudo, a correcção no mercado do capital de risco pode ser vista como uma consolidação necessária e o sector mantém-se estruturalmente sã. Uma evolução digna de nota foi a crescente participação de investidores institucionais, em especial dos fundos de pensões, neste mercado.

Apesar do crescimento do sector, a Comissão observou na sua análise intercalar do PACR de Outubro de 2001 que os mercados de capital de risco europeus continuavam a ser fragmentados – sendo a maior parte do investimento em acções do sector privado realizada no quadro nacional – e que o fosso em relação aos EUA tinha aumentado no período entre 1998 e 2000. Em 2001, o investimento em capital de risco na zona do euro baixou, no total, para 8,8 milhares de milhões de euros (0,13% do PIB), face aos 12,5 milhares de milhões de euros registados em 2000. Em resultado do rebentamento da bolha do mercado da bolsa em relação às empresas tecnológicas, a diminuição foi ainda mais dramática nos EUA: o investimento em capital de risco em 2001 foi de apenas 39,9 milhares de milhões de euros em 2001 (0,35% do PIB), comparativamente a 95,1 milhares de milhões de euros no ano anterior.

O facto de o investimento em capital de risco na zona do euro se efectuar primordialmente a nível interno reflecte parcialmente a importância, para os fornecedores de capital, de estarem perto das empresas incluídas nas suas carteiras, a fim de conservarem um certo controlo dos investimentos. É igualmente plausível, no entanto, que o actual padrão de internacionalização da gestão e dos investimentos accionistas privados seja em parte suscitada pelas diferenças que subsistem a nível das estruturas regulamentares, fiscais e jurídicas dos países da União Europeia. Por exemplo, as regulamentações nacionais têm regras diferentes à autorização do investimento em acções de empresas privadas por parte dos fundos de pensões e das companhias de seguros. Quanto às disparidades dos sistemas fiscais nacionais, afectam igualmente os investimentos em capital de risco.

4.6 Intermediários financeiros

O impacto da integração financeira não se confinou aos diversos sectores do mercado financeiro, tendo-se alargado igualmente às actividades dos intermediários financeiros. Os bancos europeus estão cada vez mais presentes na oferta de serviços financeiros a empresas e particulares estrangeiros. O mercado europeu de serviços financeiros prestados às empresas está cada vez mais aberto à concorrência internacional. Em certos sectores, como as emissões de acções e obrigações ou os empréstimos realizados por consórcios, os intermediários europeus têm vindo a perder terreno face aos seus concorrentes americanos. A introdução do euro veio intensificar a concorrência entre os intermediários financeiros, para o que contribuiu o facto de promover a transparência dos preços, reduzir as receitas das operações cambiais, eliminar a vantagem concorrencial para os operadores nacionais decorrente da existência da sua própria moeda e fomentar o desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários, que passaram a ter uma latitude e liquidez muito superiores, o que, por sua vez, incentiva a titularização e a desintermediação.

A resposta mais visível dos intermediários financeiros a estas pressões foi a consolidação, quer através de fusões e aquisições, quer através da troca de participações cruzadas. A consolidação foi acompanhada por um processo de reestruturação e uma reorientação das actividades, que se afastaram dos empréstimos bancários “tradicionalistas” para actividades do estilo “banca de investimento”. Esta

reorientação das actividades dos bancos reflecte-se numa maior intermediação do mercado financeiro, mediante a criação e a venda de novos produtos do mercado de capitais, ou o aconselhamento a clientes sobre os custos e a estruturação das operações de fusão e aquisição. Em consequência, houve uma substituição dos fluxos das receitas bancárias, com a progressão de outros tipos de rendimentos (tarifas e comissões), em detrimento dos rendimentos de juros e uma redução da dependência dos depósitos a favor da emissão de títulos. O declínio das actividades de banca de investimentos em 2001, veio contudo a pôr um realce a necessidade de o sector bancário da UE reforçar a rendibilidade e eficácia das operações bancárias tradicionais.

Até agora, a consolidação entre intermediários financeiros tem-se realizado sobretudo no interior das fronteiras nacionais, implicando um aumento significativo da concentração do sector a nível nacional, particularmente nos Estados-Membros de menor dimensão. A tendência para a formação de conglomerados nacionais (isto é, da consolidação entre sectores financeiros) também está a aumentar em muitas partes da União Europeia. No entanto, as fusões e aquisições transfronteiras não deixaram de ter significado e tendem a multiplicar-se. Como as diferenças significativas existentes nos enquadramentos jurídicos e regulamentares nacionais (por exemplo, a nível da legislação de defesa do consumidor e da concorrência) não permitem oferecer actualmente uma gama dos produtos verdadeiramente pan-europeia, as economias de escala e de gama geradas pelas fusões transfronteiras pareceriam inferiores ao potencial proporcionado pelas fusões internas. Os factores e as diferenças culturais em termos de governação das empresas também tendem a desencorajar a consolidação transfronteiras. Nestas circunstâncias, os intermediários financeiros podem preferir lançar-se em fusões defensivas a nível nacional, em preparação para a concorrência pan-europeia que se reforçará quando a integração do sistema financeiro da UE estiver mais avançada.

4.7 Desafios para os responsáveis políticos

A introdução do euro, ao reduzir fortemente os riscos cambiais na UE e ao funcionar como um catalisador das reformas, foi o principal factor da aceleração do processo da integração. Mesmo com o euro implantado, o objectivo da realização de um mercado financeiro único – objectivo que remonta ao início da década de 70 – ainda não foi inteiramente alcançado. Embora a integração dos mercados financeiros seja, em grande medida, impulsionada pelo mercado, uma vez que as próprias instituições financeiras são beneficiadas pelas oportunidades oferecidas por essa integração, são necessárias medidas das autoridades públicas numa série de domínios.

O apoio a favor das políticas de integração financeira tem vindo a crescer em paralelo com o reconhecimento, por parte dos responsáveis políticos, dos benefícios económicos dessa política. Num mercado integrado, os aforradores e os investidores beneficiam de uma gama de escolha mais amplas e os custos de transacção são mais baixos. A nível macroeconómico, isto traduz-se num maior dinamismo da poupança, do investimento, da produtividade e, por fim, do crescimento económico. Estes efeitos foram recentemente analisados num Relatório do CEF sobre a Integração Financeira, apresentado ao Conselho Ecofin informal de Oviedo (13-14 de Abril de 2002). Sucessivos Conselhos Europeus (o último dos quais o Conselho Europeu de Barcelona em Março de 2002) colocaram a integração dos mercados financeiros da UE na primeira linha de prioridades da reforma económica da União Europeia.

Esta prioridade traduz-se na definição de uma estratégica política coerente a nível da UE e no grau de urgência que tem sido atribuída à sua aplicação. Em primeiro lugar (e trata-se do aspecto mais importante), a UE está empenhada em executar integralmente até 2005 o Plano de Acção para os Serviços Financeiros (PASF) – um pacote de 42 iniciativas políticas destinadas a melhorar o funcionamento do sistema financeiro da UE. Foi fixado um prazo ainda mais curto, 2003, para as acções relativas aos mercados de valores mobiliários e ao Plano de Acção para o Capital de Risco (PACR). Este último plano de acção constitui um verdadeiro plano para a criação de um mercado integrado e eficaz para o financiamento das empresas jovens e inovadoras. Em segundo lugar, a aplicação do PASF deve efectuar-se de forma coerente em todos os Estados-Membros, de modo a garantir uma integração efectiva – e não apenas aparente – dos mercados financeiros nacionais. O novo quadro decisório adoptado para a legislação relativa aos valores mobiliários, adoptado com base nas propostas do Comité Lamfalussy²⁵, deve contribuir para este objectivo e assegurar que a legislação seja adaptada à evolução dos mercados financeiros com mais rapidez. Em terceiro lugar, a política de concorrência deve acompanhar a integração financeira de forma especialmente activa, de modo a assegurar que os benefícios económicos sejam plenamente explorados. Em quarto lugar, os consumidores e os investidores devem ser adequadamente protegidos, para que possam realizar as suas operações com toda a confiança, num mercado único alargado a toda a União, e para que usufruam plenamente dos benefícios desse mercado.

²⁵ Comité de Sábios sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários. O Comité publicou o seu relatório em Fevereiro de 2001. Para acelerar e facilitar a criação de um quadro regulamentar comunitário para os mercados de valores mobiliários, o Comité propõe uma nova abordagem da legislação em quatro níveis:

- Nível 1 – Adopção de princípios-quadro, propostos pela Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu (co-decisão);
- Nível 2 – Adopção de legislação de aplicação, elaborada pela Comissão com a assistência de um novo Comité Europeu de Valores Mobiliários e de um Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus dos Valores Mobiliários. O Comité Europeu de Valores Mobiliários terá como função resolver, segundo um procedimento simplificado, questões regulamentares de carácter técnico para assegurar a sua adopção rápida.
- Nível 3 – Transposição coerente da legislação de nível 1 e de nível 2 para a legislação nacional, com base numa maior cooperação mais estreita entre as autoridades reguladoras dos valores mobiliários a nível nacional;
- Nível 4 – Reforço da aplicação da legislação pela Comissão, com o apoio dos Governos dos Estados-Membros, as autoridades reguladoras nacionais e o sector privado.

O Parlamento Europeu deu o seu parecer favorável a esta abordagem em 5 de Fevereiro de 2002.

5. O EURO COMO MOEDA INTERNACIONAL

5.1 Introdução

Uma moeda internacional desempenha as funções tradicionais do numerário a nível internacional, devendo servir como *unidade de conta*, *meio de troca* e *reserva de valor*. Como pode ser visto no quadro infra, a forma como uma moeda desempenha estas funções é diferente para o sector privado. No entanto e em virtude da sua importância, o sector privado desempenha um papel determinante na internacionalização de uma moeda.

Principais utilizações de uma moeda internacional pelo sector privado e o sector público

	Sector privado	Sector público
Unidade de conta	Moeda de facturação Moeda de cotação	Moeda de âncora ou de referência para os regimes cambiais
Meio de troca	Moeda de pagamento Moeda veicular	Moeda de intervenção
Reserva de valor	Moeda de financiamento Moeda de investimento	Moeda de reserva

O dólar dos EUA continua a ser a principal divisa a nível internacional, mas o euro tornou-se a segunda divisa mais importante do mundo, logo após o seu lançamento. Há vários factores que sustentam a utilização do euro como moeda internacional. O primeiro consiste na importância da economia da zona do euro. Esta zona corresponde aproximadamente a 16% do PIB mundial, o que a coloca um pouco atrás dos EUA (21%), mas muito à frente do Japão (8%). O peso das três zonas no comércio mundial total de bens e serviços é semelhante. O segundo factor que contribui para a capacidade de atracção do euro como moeda internacional é a sua estabilidade, que reflecte os sólidos fundamentos económicos da zona do euro, sustentados pelo quadro de políticas económicas da UEM orientado para a estabilidade. O terceiro factor é o actual processo de integração dos mercados financeiros nacionais na Europa, dando origem a mercados financeiros pan-europeus vastos, profundos e líquidos, que reforçarão o papel do euro na actividade internacional de contracção e concessão de empréstimos.

Na história do sistema monetário internacional verificaram-se períodos em que duas moedas competiam entre si como divisas internacionais (a libra esterlina e o dólar dos EUA no período entre as duas guerras). Devido aos efeitos de rede e de escala que regem a internacionalização de uma moeda, o dólar continuará a ser provavelmente a moeda dominante. De qualquer modo, a internacionalização do euro é um processo impulsionado pelo sector privado.

5.2 A utilização internacional do euro pelo sector privado

A utilização internacional pelo sector privado de uma moeda, enquanto unidade de conta, manifesta-se na *facturação* das transacções comerciais e financeiras e nas *cotações* dos preços das mercadorias. Embora estejam disponíveis poucos dados sobre a facturação, não restam dúvidas de que o dólar continua a ser a moeda dominante neste domínio. Em 2000, antes da introdução das notas e moedas em euros, estimava-se que a parte do euro na facturação das transacções internacionais oscilava entre

15% e 17% do total. Agora que as notas e moedas em euros foram introduzidas, é provável que o euro expanda progressivamente o seu papel como moeda de facturação, sobretudo a nível regional. A utilização crescente do euro para efeitos de facturação será apoiada pela tendência histórica para que as transacções internacionais sejam facturadas na moeda do exportador e pelo peso da zona do euro no comércio mundial. O dólar também continua a ser a moeda dominante para a cotação das mercadorias. Embora existam alguns contratos a prazo sobre mercadorias com o preço em euros, o seu número ainda é, por enquanto, limitado.

A utilização internacional de uma moeda pelo sector privado como meio de pagamento traduz-se na sua utilização como *moeda de pagamento* e como *moeda veicular* nos mercados cambiais. No que diz respeito ao papel do euro como moeda de pagamento, o inquérito trimestral realizado pela Comissão junto dos bancos da zona do euro indica que a percentagem de pagamentos internacionais feitos por residentes em euros, nesta zona, aumentou muito rapidamente antes do seu lançamento, passando de 24% em termos de volume (36% em termos de valor), no terceiro trimestre de 2000, para quase 40% (48% em termos de valor), no terceiro trimestre de 2001. Com a introdução das notas e moedas em euros e a conversão de todas as contas remanescentes da zona do euro, o peso do euro nos pagamentos internacionais terá continuado, sem dúvida, a aumentar.

A utilização de uma moeda como moeda veicular (isto é, como meio de cambiar duas outras moedas) nos mercados cambiais é uma função fundamental, que influencia grandemente a sua capacidade de atracção para realizar as outras funções de uma moeda internacional (p.ex, como moeda de reserva). Contudo, também neste domínio a inércia é muito forte, pois há economias de escala decorrentes de se utilizar apenas uma moeda veicular. A nível global, o dólar dos EUA continua a ser a moeda veicular dominante, pois beneficia de mercados interbancários directos com todas as outras moedas. Com base nas informações disponíveis, o euro não desempenha um papel significativo como moeda veicular na cena mundial, embora tenha herdado uma função de moeda veicular do marco alemão, a nível regional. Todavia, a introdução do euro afectou a composição monetária da actividade do mercado cambial, ao eliminar as transacções no interior da zona do euro (ver caixa infra). Os dados quantitativos do inquérito trienal sobre a actividade do mercado cambial, publicado em Outubro de 2001 pelo BPI, revelam que o euro interveio em 38% das operações cambiais em Abril desse ano – uma percentagem mais elevada do que a do marco alemão em 1998 (30%), mas muito abaixo da percentagem combinada de todas as antigas unidades monetárias nacionais (53%) nesse ano.

Quando o sector privado utiliza uma moeda como *moeda de financiamento* ou como *moeda de investimento*, tal evidencia a sua função como reserva de valor internacional. Uma análise da utilização internacional do euro, publicada pelo BCE em Setembro de 2001, indica que o euro já é a segunda moeda de financiamento a nível internacional, com percentagens que variam entre 22% e 34%, em função do instrumento financeiro e do modo como são medidas. Com base na chamada medida restrita, que apenas inclui a emissão por não residentes, a percentagem média das antigas unidades monetárias nacionais na emissão de obrigações e de notas era de 19%, no período de 1994-1998. Em 1999, a percentagem do euro subiu para 34%, em média, talvez devido ao grande empenhamento dos principais emitentes em assegurar a sua presença a nível da nova moeda. Porém, as taxas de juro historicamente baixas do euro também devem ter aumentado o interesse das empresas estrangeiras em contrair empréstimos em euros. Embora tenha continuado a verificar-se uma forte actividade de emissão de títulos denominados em euros por não residentes, o peso do euro flutuou ligeiramente, relativamente ao valor máximo que atingira em 1999, embora se mantenha a um nível elevado. Se tivermos em conta a medida lata, que inclui as emissões efectuadas por residentes na zona do euro e destinadas ao mercado financeiro internacional, o euro ocupa um lugar mais importante na emissão internacional de obrigações e de títulos de curto prazo (38%, em média, em 2000) devido ao peso muito mais baixo da emissão internacional de títulos de dívida denominados em ienes. Também houve um forte aumento das emissões em euros no mercado monetário internacional, que pode ser explicado pelo aumento previsto e efectivo da liquidez, resultante da criação de um mercado monetário integrado do euro.

O euro é também a segunda moeda de investimento mais importante utilizada a nível internacional, embora haja menos informações disponíveis sobre os activos do que sobre as responsabilidades. A análise do BCE mostra que o peso do euro nos investimentos internacionais varia entre 22% e 32%, dependendo dos activos considerados. Esta percentagem é mais elevada para os investimentos em obrigações e mais baixa para os activos bancários internacionais.

Caixa: O impacto do euro nos mercados cambiais

Segundo os dados do BPI, o volume de negócios médio diário nos mercados cambiais tradicionais (isto é, nos mercados de transacções a contado, ofertas a prazo e *swaps* sobre divisas) diminuiu 19% entre 1998 e 2001. Um dos factores que mais contribuíram para esta diminuição foi a introdução do euro, porque eliminou as operações entre as antigas unidades monetárias nacionais (os outros factores foram a consolidação dos sectores bancário e empresarial e a importância crescente da corretagem electrónica). As transacções entre as antigas unidades monetárias nacionais já tinham começado a diminuir, muito antes do início da terceira fase da UEM. Entre 1995 e 1998, as operações entre as moedas do SME perderam cerca de 5% em termos de volume de negócios global. Com a introdução do euro em 1 de Janeiro de 1999, registou-se uma redução suplementar da ordem dos 6% do volume de negócios total.

A diminuição do volume de negócios não foi compensada por qualquer aumento das operações em euros comparativamente às antigas unidades monetárias nacionais (ver corpo do texto). No entanto, o BPI refere que o par de divisas dólar/euro foi, de longe, o mais transaccionado em 2001, correspondendo a cerca de 30% do volume de negócios global. A introdução do euro levou, inicialmente, a uma queda substancial dos volumes dos mercados a contado e a prazo. No mercado a prazo, os volumes das operações em euros diminuíram inicialmente 40% em relação aos anteriores volumes das transacções que envolviam as antigas unidades monetárias nacionais. Desde então, porém, os volumes recuperaram um pouco. Consequentemente, o declínio geral dos volumes em comparação com o período anterior ao lançamento do euro atinge actualmente cerca de 25%.

5.3 A utilização internacional do euro pelo sector público

A utilização internacional de uma moeda pelo sector público torna-se mais visível na sua função de unidade de conta. O euro é muito utilizado como *moeda de âncora ou de referência* nos regimes de taxa de câmbio dos países terceiros. Mais de cinquenta países dispõem de um regime cambial que incluem uma referência ao euro, quer isoladamente quer em conjugação com outras moedas. Os regimes adoptados pelos países terceiros vão desde os comités monetários (*currency boards*) às políticas de flutuação controlada. Geograficamente, estes países situam-se principalmente na Europa e na África. Os principais factores que motivam a escolha do euro como moeda de âncora ou de referência pelos países terceiros, são as extensas ligações comerciais, de ajuda e financeiras que estes países têm com a economia da zona do euro e, no caso de alguns, o processo de adesão à UE (ver infra).

Uma moeda internacional pode desempenhar a função de meio de pagamento para o sector público, por exemplo, para fins de *intervenção oficial* nos mercados cambiais. O dólar tem uma utilização dominante, mas não exclusiva, como moeda de intervenção a nível mundial. A conveniência do dólar como moeda de intervenção reflecte a sua liquidez nos mercados cambiais. No entanto, o euro tem sido utilizado como moeda de intervenção por vários países terceiros a nível regional. Esta utilização do euro está estreitamente relacionada com o seu papel como moeda de referência. A maioria das intervenções em euros verifica-se naturalmente no quadro do novo mecanismo de taxas de câmbio (MTC II), em que os Estados-Membros da UE que beneficiam de uma derrogação – actualmente trata-se apenas da Dinamarca, tendo a Grécia beneficiado igualmente de uma derrogação até finais de 2000 – ligam as paridades das suas moedas ao euro.

Finalmente, a utilização pelo sector público de uma moeda internacional como reserva de valor manifesta-se nas *reservas em divisas*. Os dados quantitativos do último Relatório Anual do FMI mostram que o dólar dos EUA continua a ser a moeda de reserva dominante, correspondendo, em finais de 2000, a 68% das reservas em divisas. O euro é a segunda moeda de reserva mais importante, a seguir ao dólar, correspondendo a 13% das reservas em divisas. O peso do euro permaneceu praticamente inalterado desde 1999. Ajustando os dados de modo a ter em conta quaisquer activos nas antigas unidades monetárias fora da zona do euro, o Relatório Anual do FMI indica que a parte combinada destas moedas nas reservas internacionais totais em 1998 era praticamente idêntica à parte do euro em 1999 e 2000.

5.4 Os países candidatos e a adopção do euro

O Tratado da UE prevê uma via institucional clara e única para a adopção da moeda única pelos países candidatos. No momento de adesão, os novos Estados-Membros irão participar na UEM com o estatuto de Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação em relação à adopção do Euro. Este estatuto será consignado nos tratados de adesão. Os novos Estados-Membros terão de tratar as suas políticas cambiais como uma questão de interesse comum e deverão aderir ao MTC II num dado momento após a adesão. Seguidamente, para a adopção do euro, o Tratado exige que os novos Estados-Membros atinjam um elevado nível de convergência nominal sustentável. O princípio de igualdade de tratamento será plenamente aplicado aos países candidatos. Esta via exclui, quer a adopção do euro imediatamente após a adesão, quer antes da adesão, processo por vezes denominado de *euroização*.

Quais são as implicações para a política económica dos países candidatos? A mensagem fundamental é a de que, mesmo nos países em que a transição está mais avançada, o programa de reformas associado à adesão deve ter prioridade sobre as medidas políticas inspiradas pela perspectiva da participação na UEM. O cumprimento dos critérios de Copenhaga tem precedência sobre a conformidade com os critérios de convergência nominal e, logo, sobre a participação na UEM, pelo menos por duas razões. Em primeiro lugar, antes de assegurar convergência nominal, deve ter lugar um maior progresso rumo à convergência real e estrutural, embora os dois processos possam ser complementares. Em segundo, só os países que possuam economias de mercado funcionais, capazes de fazerem face às pressões concorrenciais podem ser avaliados relativamente aos critérios de convergência nominal. Por outras palavras, os critérios de convergência devem ser aplicados a “economias comparáveis”.

Depois da adesão, o MTC II, que é suficientemente flexível, poderá acolher diferentes regimes, desde que os compromissos e os objectivos dos países sejam credíveis e conformes com os do mecanismo. As únicas incompatibilidades claras em relação ao MTC II, que já podem ser identificadas nesta fase, são as taxas de câmbio totalmente flutuantes, as políticas de desvalorização deslizante e as políticas de desvalorização relativamente a outras moedas de referência que não o euro. Em princípio, a opção de manter um sistema de comité monetário baseado no euro até à adopção deste último está disponível caso a caso, a título de compromisso unilateral adicional no sentido de um maior grau de fixidez relativamente ao euro, no âmbito do MTC II. Contudo, quando um país com um sistema de comité monetário quer aderir ao MTC II, o seu pedido terá ainda de ser analisado no contexto do procedimento comum instituído na Resolução relativa ao MTC II e a taxa central de paridade/conversão terá de ser acordada multilateralmente. Isto implica que alguns dos países, que sejam capazes de gerir com êxito um sistema de comité monetário com base no euro, não terão necessariamente de passar por uma “dupla mudança de regime” (adquirindo alguma flexibilidade antes de voltarem a uma política de paridade mais estrita e, subsequentemente, a fixação irrevogável da taxa de câmbio).

Em termos gerais, os países candidatos terão de conciliar as suas ambições de estabilidade das taxas de câmbio com a redução da inflação no período de preparação para a adesão e para a participação no MTC II.

5.5 A contribuição da zona do euro para a coordenação global das políticas

As políticas monetária e cambial únicas, acompanhadas por uma maior coordenação das políticas nas frentes orçamental e estrutural, têm implicações importantes para as relações económicas entre a zona do euro e o resto do mundo. As políticas monetária e cambial passaram a ser da competência exclusiva da Comunidade; os mercados financeiros na Europa estão a ser progressivamente integrados e a orientação global das políticas económicas da zona do euro é o que interessa ao resto do mundo, quando são discutidos os problemas económicos e financeiros internacionais.

As instituições internacionais encarregadas da supervisão multilateral, como o FMI e a OCDE, começaram a reconhecer as implicações destas mudanças, avaliando regularmente a orientação macroeconómica global da zona do euro. A mudança também se reflecte nas declarações dos Ministros das Finanças e dos Governadores dos Bancos Centrais do G7, que já não se referem à evolução e perspectivas macroeconómicas de Estados-Membros da zona do euro específicos, mas sim às perspectivas globais da zona.

Coordenação interna sobre posições externas

O Tratado CE estabelece procedimentos, mesmo que de forma muito condensada, para a Comunidade lidar com os aspectos internacionais (institucionais) da UEM. A maioria deles encontra-se no artigo 111º (ex-artigo 109º). Embora o artigo 111º seja um artigo processual e constitua claramente um compromisso entre diversos pontos de vista, determina claramente que a política cambial (a saber, os acordos formais sobre um sistema de taxa de câmbio e as orientações gerais da política cambial) é da competência do Conselho (só votando os Estados participantes). O artigo estabelece o procedimento a que a Comunidade deve recorrer para definir a sua posição nos debates internacionais de questões de especial importância para a União Económica e Monetária. O mesmo artigo estipula que a representação da Comunidade a nível internacional deve ser decidida pelo Conselho, deliberando por unanimidade sob proposta da Comissão, de acordo com a repartição de competências previstas nos artigos 99º e 105º. Esperava-se, assim, que, com a terceira fase da UEM, a Europa assumiria no sistema financeiro e monetário internacional um papel proporcional ao seu peso económico.

Desde 1999, são tomadas disposições práticas para a coordenação a nível interno das políticas externas. Em especial o Eurogrupo/Ecofin consagra os seus esforços à definição de posições e entendimentos comuns. Estas posições abarcam um grande leque de questões, incluindo a arquitectura financeira internacional, o financiamento do desenvolvimento e a situação económica no mundo ou em vários países-chave. As duas entidades fornecem contributos para as intervenções dos Directores Executivos europeus no âmbito do Conselho de Administração do FMI e orientam a Presidência e outros representantes europeus durante as reuniões internacionais como as do Comité Monetário e Financeiro Internacional.

Embora tenham sido feitos progressos substanciais, há vários desafios que ainda têm de ser vencidos, tais como o de assegurar que o acordo sobre os princípios, estabelecido entre os europeus, é aplicado na prática. Para isso será, por exemplo, necessário assegurar que os pontos de vista comuns europeus sobre a necessidade de envolvimento do sector privado sejam aplicados a casos específicos de resolução de crises. Além disso, as posições comuns têm de evoluir e adaptar-se com base nas lições das novas experiências e/ou do diálogo com os nossos parceiros internacionais. Pela mesma razão, é necessário aumentar o número de questões que podem ser objecto de uma posição comum, para que a Europa desenvolva um papel mais estratégico e coerente no sistema monetário e financeiro internacional. Por último, as posições comuns europeias decididas têm de ser comunicadas de forma eficaz aos interlocutores pertinentes.

Representação externa da zona do euro

Estes desafios estão estreitamente relacionados com a questão da representação externa. Diversos Conselhos Europeus (nomeadamente os de Luxemburgo e de Viena) trataram da questão da cooperação económica a nível internacional e da representação externa, mas ainda não foi tomada qualquer decisão do Conselho para sustentar juridicamente o quadro resultante. As conclusões do Conselho Europeu, além do mais, apenas abordam a questão da representação da Comunidade em alguns fóruns internacionais. Em relação ao FMI, as conclusões do Conselho de Viena afirmavam que *"o BCE, enquanto organismo comunitário responsável pela política monetária, deverá receber o estatuto de observador no Conselho de Administração do FMI. As posições da Comunidade Europeia/UEM acerca de outras questões que se revistam de interesse especial para a UEM seriam apresentadas no Conselho de Administração do FMI pelo membro competente do gabinete do Director Executivo do Estado-Membro que exerce a Presidência do "Euro 11", coadjuvado por um representante da Comissão."*

Em relação ao G7, as conclusões da Presidência do Conselho de Viena declararam que *"o Conselho Europeu subscreve o relatório do Conselho sobre a representação externa da Comunidade, que prevê que, nas reuniões do G7 (Finanças), participe o Presidente do Conselho ECOFIN ou, se o Presidente pertencer a um Estado-Membro não integrado na zona do euro, o Presidente do Grupo "Euro 11", coadjuvado pela Comissão"*. No Anexo II das Conclusões, refere-se que *"o Presidente do BCE participa nas reuniões do Grupo para discutir matérias relacionadas com a UEM, como, por exemplo, a supervisão multilateral e as questões relativas às taxas de câmbio, bem como para a aprovação das partes pertinentes da declaração publicada."*

De facto, as conclusões do Conselho Europeu só foram parcialmente aplicadas. Até à data, o Presidente do Eurogrupo e o Presidente do BCE apenas participam nas reuniões dos Ministros das Finanças e dos Governadores dos Bancos Centrais do G7 consagradas à supervisão multilateral e às questões cambiais. A participação da Comissão também não é plenamente consentânea com estas disposições.

As mudanças institucionais no quadro FMI também têm sido limitadas. O BCE obteve o estatuto de observador no Conselho de Administração do FMI e está autorizado a participar nas suas reuniões sobre questões que se revistam de especial interesse para a zona do euro.

Os progressos no sentido de assegurar uma representação europeia e que a Europa apresente uma posição única têm sido entravados por vários factores. Trata-se nomeadamente da presença, no âmbito dos grupos do FMI, de países europeus ao lado de países não comunitários e mesmo a integração de certos Estados-Membros em grupos dirigidos por países terceiros. Refira-se ainda que a qualidade de membro do FMI repousa no conceito de "país".

Em conclusão, o projecto da UEM ainda está em construção a nível externo. A UEM tem fomentado, relativamente a questões internacionais importantes, um processo de tomada de posições europeias comuns. Isto permite que a Comunidade comece a desempenhar um papel internacional proporcional ao seu peso financeiro e económico, embora esta evolução necessite de ser complementada por novos progressos em matéria de representação. Os acordos ad-hoc que foram estabelecidos no início da terceira fase da UEM revelaram-se úteis, mas só satisfazem parcialmente as expectativas de uma presença europeia unificada e forte na cena internacional. Devido à natureza informal dos acordos, à sua falta de formalização, à falta de continuidade que lhes está associada e aos constrangimentos inerentes à coordenação informal, não permitem que a posição da Comunidade tenha todo o seu impacto nas discussões a nível internacional.

Uma representação adequada da zona do euro nas organizações internacionais permitiria melhorar significativamente a cooperação multilateral no contexto de um mundo financeiro que parece estar a avançar no sentido de um sistema monetário a três divisas. O desafio em matéria de representação e participação adequadas da zona do euro nos processos decisórios internacionais constitui, pois, uma questão importante, também para os não europeus, como o testemunham as pressões exercidas por outras economias de mercado, industrializadas e emergentes, no sentido de uma racionalização da representação da União Europeia. A resolução desta questão constitui um desafio crucial para os responsáveis políticos da UE, a fim de assegurar uma acção eficaz da União na defesa dos seus próprios interesses na cena internacional.