



Uma União Monetária para a África Ocidental com participação de Cabo Verde?

por
Evaldo Alexandre Santos Pinheiro Baptista
Dissertação de Mestrado em Economia

Orientador: Prof. Dr. João Manuel de Matos Loureiro

Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
Setembro, 2015

Nota Biográfica

Evaldo Baptista nasceu na ilha de Santiago, Cabo Verde, em 1990. É licenciado em Economia pela Universidade do Minho (2008-2011) e mestre em Economia Monetária, Bancária e Financeira pela Universidade do Minho onde defendeu, em 2014, a dissertação de mestrado intitulada “Determinantes da Inflação em Cabo Verde”, sob orientação do Prof. Doutor Francisco Veiga.

Agradecimentos

A conclusão deste trabalho não teria sido possível sem o apoio e colaboração de algumas pessoas, pelo que, faço questão de lhes agradecer.

Em primeiro lugar, o meu reconhecimento e agradecimento é dirigido ao Professor Doutor João Loureiro, por ter aceitado ser meu orientador e pelo apoio e confiança que sempre depositou em mim. Todos os seus sábios conselhos, críticas e sugestões, enriqueceram este estudo e contribuíram para a minha formação enquanto estudante e pessoa.

Aos meus colegas, Tiago Barbosa, Éder Oliveira e João Ribeiro pela simpatia, alegria e companheirismo numa singular demonstração de amizade e solidariedade. Foi com eles que partilhei as minhas angústias nas longas horas de estudo e bons momentos de convivência.

À Cláudia Santos, pelo incentivo e pelo encorajamento que sempre me transmitiu, sem o qual eu não teria conseguido chegar ao fim.

E finalmente, um muito obrigado aos meus pais, Maria de Jesus Baptista e Alexandre Baptista, e às minhas irmãs, pelo carinho, amizade, apoio, compreensão e todas as palavras de incentivo nos piores momentos desta “caminhada”. Sem eles era impossível tornar esta dissertação realidade, pelo que, lhes dedico todo este trabalho.

A todos vocês, muito obrigado!

Resumo

Nesta dissertação analisa-se a fundamentação económica para a criação da Zona Monetária da África Ocidental (ZMAO) e, particularmente, a participação de Cabo Verde nessa nova União.

A análise assenta na teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), nomeadamente em três dos critérios por ela desenvolvidos: semelhança de taxas de inflação, sincronização de ciclos económicos e grau de integração comercial.

Os resultados apontam que a ZMAO não é uma área monetária ótima, não sendo cumpridas nenhuma das três condições básicas analisadas.

No caso específico de Cabo Verde conclui-se que a adesão à ZMAO implicaria mais custos do que benefícios.

Admitindo a possibilidade de existir uma decisão política de criar a ZMAO, as autoridades da União terão que optar entre um regime de câmbios flexíveis ou de câmbios fixos para a nova moeda. Admitindo, adicionalmente, a preocupação com a estabilidade nominal, a opção seria por um regime de paridade fixa. Sob esta hipótese, foi efetuada uma análise adicional para avaliar qual, de entre o dólar e o euro, seria a melhor divisa para a ZMAO ancorar a sua moeda.

Conclui-se que o critério da sincronização dos ciclos económicos não permite determinar qual a melhor divisa para fixar o câmbio. Quanto ao critério da integração comercial, a ancoragem ao euro faria mais sentido pois a maior parte dos países tem maior integração comercial com a Área do Euro do que com os Estados Unidos.

Globalmente, resulta desta dissertação a recomendação de que a ZMAO não seja criada antes que um mínimo de convergência económica seja atingida entre os potenciais Estados-membros.

Código JEL: E31, E32, F15

Palavras-chave: Cabo Verde, CEDEAO, ZMAO, Área Monetária Ótima, União Monetária, Integração Comercial, Sincronização dos Ciclo Económicos

Abstract

The aim of this dissertation is to analyze the economic viability for the creation of West African Monetary Zone (WAMZ) and particularly the participation of Cape Verde in the new Union.

The analysis was based on the theory of optimal currency area (OCA), particularly the three criteria developed by it: similarity of inflation rates, synchronization of business cycles and the degree of trade integration.

The empirical results show that the WAMZ is not an optimum currency area since there is no similarities in inflation rates, the intra-union trade is very low and the business cycles of the WAMZ countries are not synchronized.

It was found that the possible participation of Cape Verde in the WAMZ entails more costs than benefits for the country.

Assuming, hypothetically, that there may be a political decision to create the WAMZ, the authorities will have to choose between a flexible exchange rate regime or fixed exchange rate for the new currency. Admitting concern for nominal stability, the option would be a fixed exchange rate regime. Under this hypothesis, an additional analysis was conducted to assess, between the dollar and the euro, which would be the best currency for WAMZ anchor its currency.

We conclude that the criteria of business cycle synchronization does not allow to determine the best currency to anchor the WAMZ currency. Considering the criterion of trade integration, anchoring to the euro would make more sense than to anchor to the dollar, because most countries have stronger trade integration with EMU than with the United States.

Overall, the results of this dissertation do not recommend the creation of WAMZ before a minimum of economic convergence is achieved between the potential Member States.

JEL Classification Numbers: E31, E32, F15

Keywords: Cabo Verde, ECOWAS, WAMZ, Optimal Currency Area Monetary Union, Trade Integration, Business Cycle Synchronization

Índice de Conteúdo

Nota Biográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	iv
Índice de Tabelas	vi
Índice de Figuras	vii
Glossário de Abreviaturas	viii
1. Introdução.....	1
2. A história dos regimes monetários e cambiais da África Ocidental: uma síntese..	4
3. A história dos regimes monetários e cambiais de Cabo Verde: uma breve síntese.....	13
4. Enquadramento teórico: A teoria das Áreas Monetárias Ótimas	16
5. É a Zona Monetária da África Ocidental uma área monetária ótima?	23
5.1 Os dados	23
5.2 A semelhança das taxas de inflação	25
5.3 A integração comercial.....	27
5.4 A sincronização dos ciclos económicos	29
6. A que moeda deve a Zona Monetária da África Ocidental ancorar?.....	34
6.1 Euro.....	34
6.2 Dólar.....	36
7. Conclusão	39
Referências Bibliográficas	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 -Evolução dos indicadores relativos aos critérios primários de convergência	10
Tabela 2 -Estudos empíricos sobre a optimalidade da UEMOA e da ZMAO.....	20
Tabela 3 - Fontes de informação	25
Tabela 4 -Taxa de inflação média e desvio padrão, 1999-2014	26
Tabela 5 -Comércio internacional de mercadorias, 2006-2013.....	28
Tabela 6 - Coeficiente de correlação entre ciclos económicos dos membros da ZMAO, 1999-2014.....	31
Tabela 7 -Correlação do ciclo económico da ZMAO com os seus países membros, 2001-2014.....	32
Tabela 8 - Importância relativa dos países da ZMAO (peso no PIB, %)	33
Tabela 9 - Grau de abertura face à Área do Euro, 2006-2012.....	35
Tabela 10 - Correlação com o ciclo económico da UEM12, 1999-2014	36
Tabela 11 - Grau de abertura face à Área do Euro e aos Estados Unidos, 2006-2013...	37
Tabela 12 - Correlação com o ciclo económico dos Estados Unidos, 1999-2014	38

Índice de Figuras

Figura 1- Estados membros da CEDEAO, desagregados entre UEMOA e ZMAO 2

Glossário de Abreviaturas

AIP - Associação Industrial Portuguesa

AMO - Áreas Monetárias Ótimas

BCE - Banco Central Europeu

BCV - Banco de Cabo Verde

BCEAO - Banco Central do Estados da África Ocidental

BCEAEC - Banco Central dos Estados da África Equatorial e dos Camarões

CFA - Comunidade Financeira Africana

CEDEAO - Comunidade Económica dos Estados da África Ocidental

CEMAC - Comunidade Económica e Monetária da África Central

CVE - Escudo de Cabo Verde

Eurostat - Gabinete de Estatísticas da União Europeia

FMI - Fundo Monetário Internacional

FRF - Franco Francês

FCFA- Franco das Colónias Francesas Africanas

FCFA- Franco da Comunidade Financeira Africana

FCFA - Franco da Cooperação Financeira em África Central

IMOA - Instituto Monetário da África Ocidental

ITC - International Trade Center

IMAO- Instituto Monetário da África Ocidental

PTE - Escudo Português

UEM - União Económica e Monetária

UEMOA - União Económica e Monetária da África Ocidental

UMOA - União Monetária da África Ocidental

ZMAO- Zona Monetária da África Ocidental

1. Introdução

Em 1975, um conjunto de países da parte ocidental do continente africano criou a chamada Comunidade Económica dos Estados da África Ocidental (CEDEAO), tendo em vista a criação de uma união económica na região. Atualmente, a CEDEAO é constituída por quinze países, nomeadamente, Benim, Burkina Faso, Cabo Verde, Costa do Marfim, Gâmbia, Gana, Guiné, Guiné-Bissau, Libéria, Mali, Níger, Nigéria, Senegal, Serra Leoa e Togo.

Em termos monetários, dos quinze países que constituem a CEDEAO, oito deles (Benim, Burkina Faso, Costa do Marfim, Guiné-Bissau, Mali, Níger, Senegal e Togo) integram a União Monetária Económica da África Ocidental (UEMOA), partilhando uma moeda comum (o franco CFA), emitida pelo banco central da União. Os restantes sete países da CEDEAO, mantêm bancos centrais próprios, emitindo cada um deles a moeda do respetivo país.

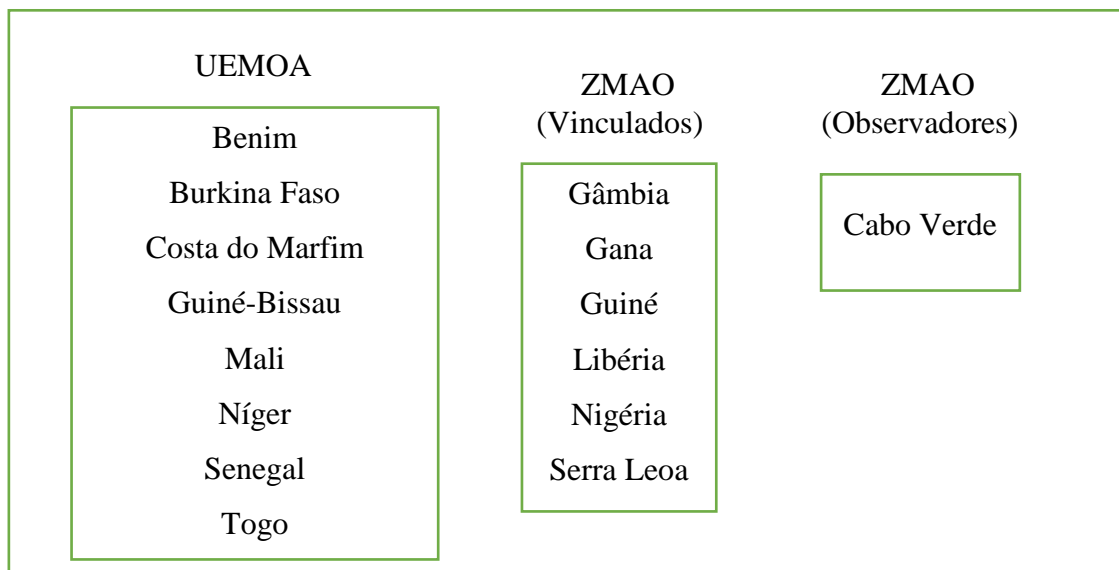
Entretanto, em 2000, nasceu a ideia da criação de uma União Monetária para o conjunto de países da CEDEAO, cujo processo passaria por duas fases. Numa primeira fase seria criada a Zona Monetária da África Ocidental (ZMAO), à qual deveriam aderir todos os países da CEDEAO que não fazem parte da UEMOA. Numa segunda fase, a ZMAO seria fundida com a UEMOA, dando origem à união monetária da CEDEAO.

Na prática, foram, já dados alguns passos no sentido da futura criação da ZMAO, nomeadamente, foi criado um instituto monetário (embrião do futuro banco central) e foram acordados um conjunto de critérios a serem observados pelos futuros Estados-membros previamente à entrada em funcionamento da união monetária.

Dos sete países da CEDEAO que preservam moeda própria, seis deles subscreveram a respetiva participação na ZMAO assim que ela entre em funcionamento, sendo que Cabo Verde tem mantido o estatuto de país observado. Para a data da entrada em funcionamento da ZMAO, têm sido fixados objetivos que, por razões diversas, têm vindo a ser sucessivamente adiados.

Na figura em baixo esquematiza-se a forma como estão atualmente agrupados os países da CEDEAO em termos de participação na união monetária existente (a UEMOA) e de vinculação à união monetária prospetivada (a ZMAO), neste ultimo caso desagregando entre países vinculados e observadores.

Figura 1- Estados membros da CEDEAO, desagregados entre UEMOA e ZMAO



O escudo de Cabo Verde (CVE) tem um regime de câmbios fixos contra o euro desde 1999, altura em que a nova moeda europeia foi criada. Apesar da avaliação positiva frequentemente feita à gestão do CVE e ao regime cambial de Cabo Verde, a CEDEAO tem vindo a pressionar as autoridades cabo-verdianas no sentido de se comprometerem formalmente com a vinculação à futura ZMAO. Sendo certo que Cabo Verde continua a manter o estatuto de observador, na cimeira de Chefes de Estado e de Governo da CEDEAO de Dakar, que decorreu em 13 Novembro de 2013, o Primeiro-Ministro de Cabo Verde afirmou que Cabo Verde irá aderir à ZMAO (Fundação Portugal África, 2014).

O objetivo da presente dissertação é avaliar, em termos económicos, se faz sentido a criação da ZMAO e, em particular, se faz sentido Cabo Verde abandonar o CVE e o regime cambial de paridade fixa com o euro, a fim de integrar esta nova união monetária de países da África Ocidental. Analisar as condições para a criação da ZMAO e aferir se Cabo Verde deve ou não aderir à ZMAO implica recorrer à teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), o que será feito no presente estudo.

Os estudos sobre o suporte teórico para a criação da ZMAO são, tanto quanto sabemos, muito escassos e, no caso concreto de Cabo Verde, inexistentes. Assim sendo, e porque a ZMAO ainda não está em funcionamento e porque ainda não há qualquer compromisso formal de Cabo Verde no sentido de vir a aderir à planeada união

monetária, a presente dissertação pode dar um pequeno contributo para uma tomada de decisão fundamentada por parte das autoridades.

Para além da introdução, a presente dissertação conta com seis capítulos. No capítulo dois, a título de enquadramento, far-se-á uma síntese da história dos regimes monetários e cambiais dos países da África Ocidental. No terceiro capítulo sintetiza-se a história dos regimes monetários e cambiais de Cabo Verde. No quarto capítulo, ainda como enquadramento, apresenta-se uma revisão sintética da literatura sobre as teorias das Áreas Monetárias Ótimas (AMO) e, adicionalmente, descrevem-se alguns estudos empíricos que aplicam a teoria das AMO a países da CEDEAO. Correspondendo aos objetivos específicos da presente dissertação, o quinto e sexto capítulos descrevem a metodologia empírica adotada, os dados utilizados e os resultados obtidos. O último capítulo sintetiza as principais conclusões.

2. A história dos regimes monetários e cambiais da África Ocidental: uma síntese

De alguma forma, a integração económica e monetária entre países da região ocidental de África teve a sua génese na era colonial, decorrendo dos poderes coloniais em vigor, nomeadamente no caso francês e inglês.

No caso da Grã-Bretanha, durante o período colonial foi adotado o regime de *currency board*, tendo as colónias britânicas em África sido agrupadas em três *currency boards*:¹ o *currency board* da África Ocidental (que incluía Gâmbia, Gana, Nigéria e Serra Leoa), o *currency board* do Este de África (que incluía, o Quênia, o Uganda, a Somália, a Etiópia e a Tanzânia) e o *currency board* da Rodésia do Sul (que incluía a Rodésia do Sul, Rodésia do Norte e Maláui). Cada *currency board* tinha a sua moeda própria moeda, a qual, em termos cambiais, tinha uma paridade fixa com a libra esterlina, através de um sistema automático em que a emissão de moeda local tinha cem por cento de cobertura. Com a independência, as antigas colónias britânicas da África Ocidental, e que hoje fazem parte da CEDEAO, optaram por abandonar o *currency board* e criar os seus próprios bancos centrais e as suas próprias moedas.

No caso das colónias francesas, até 1945 circulou como moeda oficial o franco francês (FRF), sendo que, em 1939, a França havia formalizado uma zona monetária para o conjunto das suas colónias em África.² Estas estavam agrupadas em duas regiões, nomeadamente, a região da África Ocidental Francesa constituída por Benim, Burquina Faso, Costa do Marfim, Guiné, Mali, Mauritânia, Níger, Senegal e Togo e a região da África Equatorial Francesa constituída por Camarões, Chade, Congo, Gabão e República Centro-Africana.

Após a segunda guerra mundial, e como parte de reformas monetárias então levadas a cabo pela França, em Dezembro de 1945 a França criou uma moeda para as suas colónias africanas, designada de Franco das Colónias Francesas Africanas (FCFA). Esta moeda estava ligada ao franco francês por um regime de paridade fixa (1 FCFA = 1,70 FRF).

Em 1948, na sequência da desvalorização do FRF, a paridade foi alterada para 1 FCFA=2 FRF, tendo assim permanecido até 1959. Em 1960, com a criação do novo

¹ Cf. Masson e Pantillo (2005).

² Cf. Banque de France (2010) e Pereira (2012).

Franco Francês, a paridade teve um ajustamento técnico, passando a cifrar-se em 1 FCFA= 0,02 FRF.³

Em 1945, aquando da criação moeda própria para as colónias, a faculdade de emissão foi concedida a bancos privados⁴. Esta decisão terá ficado a dever-se à necessidade de adaptar a distribuição do crédito ao ambiente local.

Em 1955, na sequência dos processos de nacionalizações em curso na França, a responsabilidade pela emissão monetária foi transferida para bancos públicos. No caso concreto das colónias francesas da África Equatorial e da África Ocidental foi transferida para o Instituto de Emissão da África Ocidental Francesa e do Togo e para o Instituto de Emissão da África Equatorial Francesa e dos Camarões, respetivamente, sendo que cada uma das instituições foi dotada de uma conta corrente de operações, aberta junto do Tesouro francês.⁵

No início da década de 60 do século passado, após a independência, as ex-colónias francesas de África optaram por manter-se na Zona Franco, embora dentro de um quadro institucional e de cooperação significativamente alterada pelo facto de a França ter reconhecido aos países da Zona Franco o direito de disporem da sua própria moeda e do seu próprio banco central.⁶

Em 1962, com o propósito de promover uma maior integração económica na região da África Ocidental e a unificação dos mercados, seis estados da África Ocidental, nomeadamente, o Benim, Burquina Faso, Costa do Marfim, Níger, Mauritana e Senegal assinaram em Maio um Tratado que instituiu a União Monetária da África Ocidental (UMOA). A par da criação UMOA, esse conjunto de países criou o Banco Central do Estados da África Ocidental (que sucedeu ao Instituto de Emissão da África Ocidental Francesa), com funções de banco central e de banco comercial.

Também em 1962, as ex-colónias francesas da região da África Equatorial, nomeadamente, os Camarões, República Centro-Africana, Chade, Congo e Gabão, formaram uma união económica e monetária, a Comunidade Económica e Monetária da

³ O novo FRF substituiu o antigo FRF numa relação de 1 para 100.

⁴ Banco da Argélia, Banco da Indochina, Banco da África Ocidental e Banco das Antilhas.

⁵ Cf. Masson e Patillo (2005).

⁶ Segundo Masson e Patillo (2005), os motivos para as ex-colónias francesas permanecerem na Zona do Franco prende-se com o benefício da estabilidade nominal (já que permitia obter credibilidade monetária e disciplina financeira) e a garantia de financiamento da conta de operações por parte da França.

África Central (CEMAC), e criaram o respetivo banco central, o Banco Central dos Estados da África Equatorial e dos Camarões (BCEAEC).

Na Zona Franco em África passaram assim a existir duas áreas monetárias, a UMOA e a CEMAC, e duas moedas distintas, apesar de ambas terem a mesma designação de Franco CFA. Contudo, no caso da UMOA, as siglas CFA referem-se a “Comunidade Financeira Africana” enquanto no caso da CEMAC as referidas siglas se referem a “Cooperação Financeira da África Central”. Ambas as uniões optaram por manter um regime de câmbios fixos relativamente ao franco francês (em ambos os casos, 1 FFRF = 0,02 FRF).

Com o passar do tempo, os países da região ocidental de África sentiram a necessidade de encontrar uma estratégia no sentido de eliminar a demarcação proveniente da era colonial, suprimindo a divisão existente na região entre colónias inglesas e colónias francesas, de forma a estreitar as relações entre os países da região no âmbito económico e político (Ogbeidi, 2010). Neste contexto, em 1975, catorze países da região assinaram o chamado Tratado de Lagos que instituiu a CEDEAO.⁷ Um ano mais tarde, foi a vez de Cabo Verde se lhes juntar, passando a CEDEAO a ser formada pelos 15 países que atualmente a constituem.

Com a criação da CEDEAO, os estados membros perspetivavam diminuir as barreiras tarifárias e não tarifárias existentes na região, a eliminação de barreiras à livre circulação de pessoas e capitais, a criação de uma política comercial comum e a harmonização das políticas económicas e monetárias da região (AIP, 2014). Na prática, pretendia-se a criação de um mercado comum semelhante ao da Comunidade Económica Europeia.

Devido à existência de diferentes moedas na CEDEAO, as quais estavam sujeitas a fortes controlos cambiais que restringiam a sua utilização para lá das fronteiras nacionais, foi reconhecido o entrave que tal constituía ao comércio intra-união. Consequentemente, em 1983, em Conacri, na sexta sessão ordinária da conferência dos chefes de Estado e de Governo da CEDEAO, os Estados-membros

⁷ Dadas as insuficiências do Tratado original, em julho de 1993, o mesmo foi revisto com o intuito de ser acelerada a integração económica, aumentar a cooperação no âmbito político e também estabelecer um Parlamento na região, um Conselho Económico e Social e um Tribunal, com vista a garantir a execução das decisões da Comunidade (Gomes, 2009), sendo que neste “novo” Tratado dotou a CEDEAO da responsabilidade de evitar e resolver conflitos na região (AIP, 2014).

exprimiram a intenção de criar uma zona monetária única na região, com um banco central único e uma moeda única, com vista a ultrapassar o entrave referido.

Assim, em 1987, como primeiro passo para criação de uma zona monetária única na região, os Estados-membros acordaram a criação de um programa de cooperação monetária, o qual estabeleceu um conjunto de critérios de convergência macroeconómica que os países da região deveriam concretizar antes de aderirem à zona monetária única.

O programa consistia num conjunto de objetivos, uns ditos de curto prazo e outros de médio e longo prazos. Nos primeiros incluía-se a melhoria e reforço de funcionamento da *West African Clearing House*, de forma a incrementar o comércio intracomunitário por via da facilitação dos pagamentos das transações comerciais na região; nos segundos incluía-se a convertibilidade ilimitada das moedas dos Estados-membros e a criação da zona monetária única na região até ao ano 2000.

Entretanto, no final da década de 80 do século XX, os países da UMOA passaram por uma grave crise económica causada pela degradação dos respetivos termos de troca, observando-se uma acentuada deterioração da competitividade dos países da União. Tal situação tornou inevitável uma desvalorização, a qual veio a ocorrer em 1994. Na altura, o franco CFA da UMOA foi desvalorizado, passando a paridade para $1 \text{ FRF} = 0,01 \text{ FCFA}$.

Na sequência da referida desvalorização de 1994, os Estados-membros da UMOA sentiram a necessidade de reforçar a respetiva integração para além do campo monetário, tendo decidido acrescentar à união monetária uma união aduaneira e económica. Nascia assim em 1994 a UEMOA, isto é, a União Económica e Monetária da África Ocidental.

Em 1999, com a adesão da França à moeda única europeia, o euro subsistiu o franco francês, pelo que, neste novo contexto, o franco CFA passou a estar ancorado ao euro. Assim, depois de o Conselho Europeu ter fixado a conversão irrevogável entre o euro e franco francês em $1 \text{ EUR} = 6,55957 \text{ FRF}$, ficou definida a nova paridade do FCFA: $1 \text{ EUR} = 655,957 \text{ FCFA}$.

Voltando à CEDEAO, em 1999, após a avaliação do estado de implementação do programa de cooperação monetária, os Estados-membros da União constataram que o progresso até então alcançado era insuficiente para atingir o objetivo final do programa, que era a criação de uma zona monetária única na região em 2000. Segundo Sanusi (2003), vários fatores terão impedido a implementação bem-sucedida do

programa e, conseqüentemente, o avanço para a zona monetária única, nomeadamente, a falta de vontade política, o incumprimento dos critérios de convergência estabelecidos e a falta de coordenação e harmonização de políticas entre os países da região.

O reconhecimento da falta de progresso veio a determinar que, na cimeira de Lomé de 2000, os Estados-membros da CEDEAO tentassem acelerar o processo de integração. Para o efeito, acordaram adoção de estratégia designada por *two-track fast-track*. Esta estratégia envolvia, numa primeira fase (*fast-track*), a criação de uma união monetária que seria constituída pelos Estados-membros da CEDEAO que não faziam parte da UEMOA, nomeadamente, Cabo Verde, Gâmbia, Gana, Guiné, Libéria, Nigéria, Serra Leoa. A segunda fase passaria por fundir esta nova união monetária com a já existente UEMOA, criando-se assim uma união monetária única para toda a CEDEAO.

Dando corpo à estratégia definida, na cimeira de Acra de abril de 2000, cinco estados membros da CEDEAO com moeda própria (a Gâmbia, Gana, Guiné, Nigéria e Serra Leoa) assinaram a declaração de Acra que instituiu a nova união monetária, designada por Zona Monetária da África Ocidental (ZMAO), vinculando-se esse conjunto de países a criar um banco central comum e a adotar uma moeda comum até 2003, a fim de vir a ser fundida com a UEMOA até 2004. Cabo Verde e a Libéria, que fazendo parte da CEDEAO não integravam a UEMOA, decidiram não se vincular ao acordo estabelecido, ficando na posição de observadores. Bem mais tarde, em fevereiro de 2010, e ainda sem que a ZMAO tivesse sido criada, a Libéria acabou por se vincular ao compromisso de uma moeda comum, pelo que apenas Cabo Verde se mantém atualmente com o estatuto de observador da (futura) ZMAO.

Em Dezembro de 2000, na cimeira em Bamaco, os países subscritores da ZMAO acordaram um conjunto de critérios de convergência a cumprir antes da entrada em funcionamento da união. Na mesma altura, foi também criado o Instituto Monetário da África Ocidental (IMOA), com o propósito de realizar todo o trabalho preparatório para a introdução da moeda única e um banco central comum na ZMAO.⁸

Os referidos critérios de convergência foram classificados em critérios primários e critérios secundários, sendo os seguintes:

I) Critérios primários:

a) Taxa de inflação não pode exceder 10%;

⁸ Cf. Sanusi (2003).

b) O déficit orçamental, excluindo os donativos internacionais, não pode exceder 4% do PIB;

c) O financiamento do déficit orçamental pelo banco central está limitado a um máximo de 10% das receitas fiscais do ano anterior; e

d) As reservas cambiais brutas têm que corresponder a um mínimo equivalente a três meses de importações.

Estes critérios primários são aqueles que o IMOA acompanha de forma mais próxima e relativamente aos quais compila e divulga informação publicamente.⁹

II) Critérios secundários:

e) As receitas tributárias têm que corresponder a um mínimo de 20% do PIB;

f) Os salários da função pública não podem exceder 35% das receitas tributárias;

g) A taxa de juro real tem que ser positiva;

h) O investimento público tem que representar um mínimo de 20% das receitas tributárias;

i) A taxa de câmbio real tem que se manter estável, dentro de uma margem de flutuação de $\pm 5\%$; e

j) Em termos de tesouraria do Estado, este está proibido agravar os atrasos nos pagamentos, havendo a obrigação de liquidar todos os pagamentos existentes em atraso.

Relativamente a estes critérios secundários, na prática não tem existido um acompanhamento próximo no que respeita ao respetivo cumprimento, não havendo dados sistematizados que permitam aferir o desempenho dos vários países.

Conforme referido anteriormente, a ZMAO deveria ter entrado em efetivo funcionamento em 2003. Contudo, a Tabela 1 ilustra, para os seis países da CEDEAO formalmente vinculados à criação da ZMAO, que, ao longo dos anos, os critérios primários não têm vindo a ser cumpridos na íntegra, detetando-se derrapagens e inconsistências nos desempenhos de vários países que são supostos integrarem a nova união. Por tal razão, a data de início da ZMAO já foi adiada por três vezes, primeiro de 2003 para 2005, posteriormente de 2005 para 2009 e, finalmente, de 2009 para 2015. Dentro de poucos meses se poderá confirmar se esta última data será ou não revista.

⁹ Ver www.wami-imoa.org.

Tabela 1-Evolução dos indicadores relativos aos critérios primários de convergência

Países	Critério de convergência	Valor de Ref^a	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gâmbia	a) Taxa inflação	<10%	8,1	13,0	17,6	8,0	4,9	0,4	6,0	6,8	2,7	5,8	4,4	4,9
	b) Défice orçamental	≤ - 4%	-10,0	-9,1	-7,6	-8,3	-7,4	-2,7	-1,0	-3,3	-7,2	-6,7	-9,0	-13,5
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	30,7	76,1	63,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,3	0,0	0,4
	d) Reservas cambiais	≥ 3	8,2	5,2	4,6	5,5	5,2	6,4	6,5	4,4	4,7	6,8	6,1	4,8
	Número de critérios cumpridos		2	1	1	3	3	4	4	4	3	2	3	3
Gana	a) Taxa inflação	<10%	21,3	15,2	23,6	11,8	13,9	10,9	12,8	18,1	16,0	8,6	8,6	8,8
	b) Défice orçamental	≤ - 4%	-13,2	-8,3	-7,5	-8,1	-6,9	-7,0	-9,5	-10,6	-7,0	-8,2	-3,0	-7,4
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	0,0	12,1	0,0	27,7	0,0	0,0	0,0	38,7	0,0	0,0	8,8	9,4
	d) Reservas cambiais	≥ 3	1,4	2,7	5,0	4,6	4,0	3,7	3,9	2,2	4,4	4,8	3,2	3,4
	Número de critérios cumpridos		1	0	2	1	2	2	2	2	0	2	3	4

Fonte: IMO A (www.wami-imao.org)

Países	Critério de convergência	Valor de Ref^a	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Guiné	a) Taxa inflação	<10%	1,1	6,1	14,8	27,6	29,7	39,1	12,9	13,5	7,9	20,8	19,0	12,8
	b) Défice orçamental	≤ - 4%	-5,2	-8,0	-10,5	-5,9	-0,8	-1,8	-0,5	-1,7	-6,8	-14,4	-4,7	-5,5
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	9,9	27,1	16,1	23,1	0,0	81,6	0,0	16,6	40,1	82,9	0,0	0,0
	d) Reservas cambiais	≥ 3	4,4	3,7	1,8	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	2,2	1,9	4,3	3,1
	Número de critérios cumpridos		3	2	0	0	2	1	2	1	1	0	2	2
Libéria	a) Taxa inflação	<10%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	11,7	9,4	9,7	6,6	11,5	7,7
	b) Défice orçamental	≤ - 4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	12,2	2,7	2,0	6,4	-0,2	-1,8
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	d) Reservas cambiais	≥ 3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0,7	2,1	3,6	4,3	3,3	2,3
	Número de critérios cumpridos		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1	3	4	4	3	3

Fonte: IMO A (www.wami-imao.org)

Países	Critério de convergência	Valor de Ref^a	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nigéria	a) Taxa inflação	<10%	16,5	12,2	23,8	10,0	11,6	8,5	6,6	15,1	14,0	11,8	10,3	12,0
	b) Défice orçamental	≤ -4%	-3,2	-3,9	-2,0	-1,2	-1,3	-0,6	-0,6	-0,2	-3,3	-5,0	-3,1	-2,5
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	0,0	0,0	37,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	d) Reservas cambiais	≥ 3	8,9	6,2	4,9	11,6	11,0	17,3	14,8	17,2	16,6	7,9	6,3	9,5
	Número de critérios cumpridos		3	3	2	3	3	4	4	3	3	2	3	3
Serra Leoa	a) Taxa inflação	<10%	3,4	-3,1	11,3	14,4	13,1	8,3	12,2	13,2	12,2	17,8	16,9	11,4
	b) Défice orçamental	≤ -4%	-16,5	-11,7	-10,0	-8,6	-9,6	-8,5	-5,0	-6,3	-8,6	-10,6	-10,0	-8,1
	c) Financiamento monetário do défice orçamental	<10%	0,0	0,0	24,3	0,0	0,0	17,9	0,0	0,3	21,2	66,7	1,1	0,0
	d) Reservas cambiais	≥ 3	2,4	2,7	1,7	3,8	4,0	4,2	5,3	4,3	6,2	5,4	2,4	3,1
	Número de critérios cumpridos		2	0	1	0		2	2	0	0	1	0	1

Fonte: IMOIA (www.wami-imaio.org)

3. A história dos regimes monetários e cambiais de Cabo Verde: uma breve síntese

Historicamente, Cabo Verde experimentou uma série de regimes monetários e cambiais.

Durante o período colonial, Cabo Verde teve o regime monetário e cambial que Portugal aplicou às suas colónias e que tinha semelhanças com o *currency board* aplicado pelo Reino Unido às colónias britânicas. Assim, a moeda local de Cabo Verde estava ligada ao escudo português (PTE) por uma paridade fixa, sendo o Banco Nacional Ultramarino a principal instituição bancária de Cabo Verde que, entre outras, tinha a faculdade de emitir notas e moedas.¹⁰

Na sequência da independência em 1975, Cabo Verde deixou de integrar a zona PTE, tendo criado sua própria moeda (o escudo de Cabo Verde, CVE) e um banco central próprio, o Banco de Cabo Verde (BCV). O BCV sucedeu ao Banco Nacional Ultramarino, que durante 111 anos fora a principal instituição bancária no país, tendo o BCV as múltiplas funções de banco central e emissor, de autoridade cambial, de caixa de tesouro e de banco comercial.

Após a independência e até 1977, Cabo Verde adotou um regime de câmbios fixos, tendo o CVE uma paridade fixa com o PTE. No início de Março de 1977, autoridades cabo-verdianas decidiram abandonar a paridade fixa que tinham com o PTE, por considerarem que a política cambial de desvalorização programada (*crawling peg*) então em vigor para a moeda portuguesa forçava o CVE a percorrer uma trajetória que não era adequada para a realidade económica de Cabo Verde, nomeadamente para a evolução dos preços domésticos e para o projeto de desenvolvimento estabelecido na época. O regime cambial então adotado continuou a ser de câmbios fixos, mas a âncora passou a ser um cabaz de moedas emitidas pelos principais parceiros comerciais à época, em que o peso de cada uma no conjunto refletia a respetiva importância relativa no comércio internacional Cabo Verde. Mesmo assim, o PTE manteve um peso predominante no cabaz de moedas, dado que Portugal era o principal parceiro comercial de Cabo Verde¹¹

¹⁰ Cf. BCV (2008).

¹¹ Cf. BCV (1984).

Pelas suas características, o regime de câmbios fixos com referência a um cabaz de moedas exigia uma atualização periódica, de maneira a refletir as alterações na importância relativa dos parceiros comerciais.

Inicialmente, o cabaz de referência foi constituído por 18 moedas sendo que ao longo dos anos o número de moedas incluídas foi sendo reduzido. Em 1979 as autoridades cabo-verdianas reduziram o cabaz para 11 moedas e um ano mais tarde, em 1980, voltaram a reduzir o cabaz, desta vez para 9 moedas, situação que se manteve até 1997. As moedas em causa eram o marco alemão, a coroa dinamarquesa, o franco francês, o florim holandês, a lira italiana, o iene japonês, o escudo português, a coroa sueca e o franco suíço.

Em 1998 o regime cambial de Cabo Verde assume novos contornos, com a assinatura do Acordo de Cooperação Cambial (ACC) entre Cabo Verde e Portugal. Com este Acordo, Cabo Verde manteve um regime de câmbios fixos, mas a âncora externa deixou de ser um cabaz de moedas e voltou a ser novamente o PTE, tendo a paridade sido fixada em $1 \text{ PTE} = 0,55 \text{ CVE}$. Aquando desta decisão, a moeda portuguesa beneficiava já de grande estabilidade comparativamente ao que acontecia vinte anos antes e, por outro lado, era já garantido que Portugal viria a ser um dos membros fundadores da união monetária europeia, a entrar em vigor no início de 1999.

A assinatura do ACC tinha como propósito fundamental apoiar Cabo Verde na criação de condições para a convertibilidade do CVE. O novo regime foi acompanhado pela liberalização das operações cambiais associadas a transações correntes, criando condições para o cumprimento das obrigações estatuídas no Artigo VIII dos Estatutos do Fundo Monetário Internacional, no quadro do Acordo de *Stand By*.¹²

O ACC previa compromissos mútuos, através dos quais Portugal se comprometia a garantir a estabilidade do CVE, através da abertura de uma facilidade de crédito com intuito de reforçar as reservas cambiais de Cabo Verde. Esta facilidade deveria ser utilizada para financiar importações de bens e serviços e amortizar o serviço da dívida externa, sendo o seu valor fixado em 5500 milhões de PTEs, valor que poderia subir até 9000 milhões de PTEs caso Cabo Verde cumprisse os objetivos macroeconómicos estabelecidos. Estes objetivos consistiam nos critérios de convergência estabelecidos para a participação dos países da União Europeia na união monetária europeia.

¹² Cf. BCV (1998).

O ACC previa que a sua execução seria acompanhada pela Comissão do Acordo de Cooperação Cambial, constituída por representantes dos governos de Cabo Verde e de Portugal por representantes dos bancos centrais dos dois países.

A estabilidade cambial entre o CVE e o PTE prevista no ACC tinha como objetivos últimos o aprofundamento dos laços económicos entre Cabo Verde e Portugal mediante a criação condições para o aumento dos fluxos comerciais e de investimento, bem como o apoio ao processo de reformas estruturais da economia cabo-verdiana conducentes à respetiva abertura e modernização.¹³

Em 1999, na sequência da adesão de Portugal à união monetária europeia, o PTE foi substituído pelo euro (EUR), tendo a autoridade monetária do país passado para a esfera do Banco Central Europeu (BCE). Tal implicou a redenominação da paridade do CVE.

O ACC, em si, não sofreu alterações em resultado da adesão de Portugal ao euro, embora tenha exigido uma autorização por parte do Conselho Europeu. Relativamente à paridade cambial, que até então era de $1\text{PTE}=0,55\text{CVE}$, a mesma foi fixada em $1\text{EUR}=110,265\text{CVE}$, refletindo a taxa de conversão que foi fixada para a conversão do PTE em EUR. A paridade da moeda cabo-verdiana face ao euro não sofreu qualquer alteração até à presente data.

¹³ Cf. BCV (1998).

4. Enquadramento teórico: A teoria das Áreas Monetárias Ótimas

A teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO) e os critérios de análise por ela desenvolvidos é central na análise da composição de qualquer união monetária. Por tal razão, é nesse enquadramento teórico que vai ser analisada a adequação da ZMAO, tal como está prevista e, em particular, a eventual participação de Cabo Verde.

Muita da discussão feita no âmbito da teoria das AMO tem como referência o processo de integração económica dos países europeus e o regime monetário-cambial mais recomendável para o efeito. Na década de 60 do século passado, a integração económica europeia iniciou a trajetória que é conhecida com a criação de uma união aduaneira, isto é, com um espaço de comércio internacional sem barreiras. Na altura vigorava o sistema de câmbios fixos de *Bretton Woods*, o que facilitava o referido processo de integração. No entanto, a supremacia do dólar norte-americano enquanto moeda de reserva internacional e algumas desvalorizações cambiais ocorridas, levaram os políticos europeus a procurar uma solução alternativa, tornando-se vivo o debate acerca das vantagens e inconvenientes dos dois regimes cambiais extremos, câmbios fixos por um lado e câmbio flexíveis pelo outro, sendo a forma mais radical de câmbios fixos (pela sua irrevogabilidade) a adoção de uma moeda comum, isto é, a integração monetária plena. O confronto estabelece-se entre os benefícios da rigidez cambial (redução dos custos de transação, reforço do mercado interno de bens e serviços, promoção do investimento estrangeiro, entre outros), e os benefícios da utilização da política monetária e cambial para responder a choques económicos. É, pois, neste contexto, que surge a teoria das AMO.

Mongelli (2005) faz uma síntese da literatura sobre AMO, descrevendo a sua evolução histórica. Numa primeira fase, a que Mongelli (2005) designa por “fase pioneira”, do debate entre os benefícios de câmbios fixos por contraponto a câmbios flexíveis, surgiram um conjunto de critérios para avaliar que países ou regiões expostas a choques assimétricos tinham mecanismos de absorção, adequados para poderem partilhar uma situação de rigidez cambial. Esses critérios que permitiriam determinar se um dado conjunto de países constitui uma área monetária ótima foram, inicialmente os seguintes:

- flexibilidade de preços e de salários (Friedman, 1953);
- mobilidade de fatores produtivos, principalmente do fator trabalho (Mundell, 1961);

- integração financeira (Ingram, 1962);
- grau de abertura das economias (McKinnon, 1963);
- diversificação da produção e do consumo (Kenen, 1969);
- integração orçamental (Kenen, 1969);
- integração política (Mintz, 1970); e
- semelhanças entre taxas de inflação (Fleming, 1971).

Numa segunda fase, foi feita uma “releitura” da teoria AMO, e os critérios anteriormente identificados, em vez de serem analisados individualmente, passaram a ser interpretados conjuntamente. É neste âmbito que diversos autores, como Sachs e Sala-i-Martin (1991), e Dixit (2000) propõem novas abordagens, que viriam a ser resumidas na semelhança de choques e ciclos económicos.

Em termos de aplicação empírica ao caso europeu, apesar de alguns estudos conduzidos com base nos critérios definidos pela teoria das AMO terem identificado um conjunto de países europeus que se aproximariam do conceito de AMO, globalmente as conclusões são que a teoria das AMO não favoreceria a criação de uma moeda única para o conjunto dos Estados-membros da União Europeia, em particular por comparação com os EUA. No entanto, este tipo de análises focou-se muito nos custos estáticos da participação numa união monetária, razão pela qual vários autores viriam a classificar a teoria das AMO existente como “backward-looking” (por exemplo, Frankel e Rose, 1998; De Grauwe e Mongelli, 2005), e defendendo que deveriam ser considerados aspetos dinâmicos.

É desta forma que surge uma “nova” fase da teoria das AMO, a qual tem em conta os efeitos endógenos da integração monetária. É, pois, nesta fase que surge a chamada hipótese da endogeneidade das AMO. Esta hipótese aponta para quatro fontes da endogeneidade:

- endogeneidade da integração económica (Baldwin *et al.*, 2005; Rose, 2004);
- endogeneidade da integração financeira (Ferrando *et al.*, 2004; Adjante e Danthine, 2003);
- endogeneidade da simetria dos choques e de semelhanças e sincronização dos ciclos económicos (Mélitz, 2004; Fidrmuc, 2005); e
- endogeneidade do produto e da flexibilidade do mercado de trabalho (Bertola e Boeri, 2004).

A ideia por detrás da hipótese de endogeneidade das AMO é a seguinte: um conjunto de países que adote uma moeda comum, apesar de, *ex ante*, não cumprir os

requisitos identificados pela teoria das AMO, pode vir a cumprir *ex post* já que a própria união contribuirá para que tal aconteça. Em particular, contribuirá para reduzir custos de transação no comércio e nos fluxos de capitais, facilitará o investimento direto estrangeiro e incentivará diferentes formas de integração política, tudo fatores que intensificarão o comércio entre os estados-membros. A intensificação do comércio das relações económicas entre esses países fará com que os respetivos ciclos económicos fiquem mais sincronizados.

É na referida linha de raciocínio que Frankel e Rose (1998, p. 1024) afirmam: *“For instance, some countries may appear, on the basis of historical data, to be poor candidates for EMU¹⁴ entry. But EMU entry per se, for whatever reason, may provide a substantial impetus for trade expansion; this in turn may result in more highly correlated business cycles. That is, a country is more likely to satisfy the criteria for entry into a currency union ex post than ex ante.”*

Basicamente esta “hipótese” alega que os critérios da AMO têm um carácter endógeno e, nesse sentido, a avaliar se uma área monetária é ótima ou não só pode ser feita *a posteriori*, já que uma vez formada a união, os respetivos estados-membros tenderão a convergir e a aproximar-se do cumprimento dos critérios das AMO (flexibilidade dos preços e salários, simetria dos choques, mobilidade de fatores produtivos, etc.).

Estudos levados a cabo por Frankel e Rose (1998), Engel e Rose (2002), Glick e Rose (2002), e De Grauwe e Mongelli (2005) comprovaram empiricamente a hipótese da endogeneidade das AMO. No entanto, recentemente, Glick e Rose (2015) vêm contrariar o estudo que os próprios haviam feito anteriormente (Glick e Rose, 2002). No artigo mais recente, os autores descobrem que, afinal, a influência que uma união monetária tem no comércio intra-união não tem a dimensão que anteriormente tinham defendido, concluindo mesmo que não existe um “efeito confiável e robusto da união monetária sobre o comércio”. Tais conclusões contrariam a hipótese da endogeneidade das AMO.

No que respeita à aplicação da teoria das AMO aos países da região em análise na presente dissertação, os estudos são relativamente escassos. Akilo e Akinbobola (2005), Tsangarides e Qureshi (2008), Houssa (2008), Loureiro, *et al.* (2010), Loureiro, *et al.* (2011), Alagidede, *et al.* (2012), Chuku (2012), Ekong e Onye (2012), e Sireh-

¹⁴ EMU é o acrónimo em inglês para Economic and Monetary Union.

Jallow (2013) são estudos que analisam a optimalidade da CEDEAO como um todo, bem como da UEMOA e da ZMAO, isto é da união monetária já existente e integrante de países da CEDEAO, e da união monetária eventualmente a formar pelos restantes países da CEDEAO.

Na tabela 2 descrevem-se sinteticamente as análises efetuadas e as conclusões dos referidos estudos.

Tabela 2-Estudos empíricos sobre a optimalidade da UEMOA e da ZMAO

Autor	Objeto de análise	Conclusões
Akilo e Akinbobola (2005)	CEDEAO	Os países da região apresentam baixo grau de integração comercial (inter-regional) e os choques entre os estados da região são assimétricos; conseqüentemente a CEDEAO não é uma área monetária ótima.
Tsangarides e Qureshi (2008)	ZMAO/ CEDEAO	Países da CEDEAO apresentam diferenças consideráveis nas características económicas, não sendo aconselhável (nesta fase) a criação de união monetária comum; também não existem condições para criar a ZMAO.
Houssa (2008)	União Monetária para toda a África Ocidental	Os choques na oferta e na procura entre os países da África Ocidental são assimétricos, isto implica que os países da África Ocidental terão dificuldades em formar uma união monetária porque perante a presença de choques assimétricos terão necessidades de recorrer a políticas económicas diferentes para se ajustar a esses choques. Analisando dois aspetos que poderiam minimizar os custos da ocorrência de choques assimétricos, designadamente a flexibilidade de salários e uma elevada mobilidade do fator trabalho, constatou-se o seguinte: os salários não são flexíveis nesses países e não existe mobilidade dos fatores entre os países dessa região. Perante estes resultados, a criação de uma união monetária para toda África Ocidental representa enormes custos para os países da região.
Loureiro, <i>et al.</i> (2010)	Cabo Verde	Defendem a substituição do atual regime de câmbios fixos contra o euro por um compromisso ainda mais rígido (euroização de Cabo Verde).

Loureiro <i>et al.</i> (2011)	Área do franco CFA (UEMOA e CEMAC)	A paridade fixa face ao euro garantiu a estabilidade de preços em todos os 16 países analisados. No entanto, nos restantes critérios (integração comercial e sincronização dos ciclos económicos) só Cabo Verde justifica a ancoragem ao euro. As duas uniões monetárias analisadas não constituem AMO. Mesmo assim, é preferível estarem ancorados ao euro do que ao USD.
Alagidede <i>et al.</i> (2012)	ZMAO	Níveis de inflação e persistência de níveis de inflação diferenciados entre os países que pretendem fazer parte da ZMAO.
Ekong e Onye (2012)	ZMAO	Existe um elevado grau de assimetria nas respostas a perturbações externas; os choques na oferta, na procura e os choques monetários são assimétricos; existe baixa mobilidade internacional de fatores (especialmente migração) e baixo grau de abertura comercial (intra-regional). Deve ser ponderado o adiamento da criação de uma moeda única para a África Ocidental, devendo a aposta ser antes na maior integração económica regional.
Chuku (2012)	ZMAO	Os potenciais estados-membros não cumprem os requisitos para criarem a união monetária (reduzida simetria nos choques externos e assimetria nos restantes tipos de choques - na procura, na oferta e monetários; velocidades diferenciadas no ajustamento a choques monetários), pelo que a criação moeda única deveria ser adiada. Previamente, deveriam ser criadas condições para a integração das economias da região em termos de trocas comerciais e de mobilidade dos fatores.
Sireh-Jallow (2013)	CEDEAO	Os choques a que estão sujeitos os estados-membros da CEDEAO são assimétricos. Nesse contexto a criação de uma união monetária para toda região representará um custo para os países da região.

Como se pode constatar na tabela 2, maior parte dos estudos empíricos analisa a (as)simetria dos choques por forma a determinar se existem condições para avançar com a criação da ZMAO e com a criação de uma zona monetária única para a região da África Ocidental.

No que respeita à possibilidade de Cabo Verde aderir a ZMAO, não existe qualquer estudo. Os poucos estudos existentes limitam-se a avaliar se o regime cambial em vigor em Cabo Verde é adequado. A este respeito é oportuno referir os trabalhos de Loureiro *et al.* (2010; 2011), onde se conclui que a paridade fixa do CVE face ao euro permitiu a Cabo Verde integrar-se economicamente mais com a Europa e permitiu obter a estabilidade nominal que tem sido observada no país. Os autores sugerem mesmo que Cabo Verde poderia dar um passo adicional de processo de integração monetária com a Europa, por via da “euroização” do país. De acordo com os autores, tal permitiria tornar Cabo Verde imune a ataques especulativos, irradicaria qualquer risco inflacionário e o risco cambial e o correspondente prémio de risco dissipariam-se.

5. É a Zona Monetária da África Ocidental uma área monetária ótima?

Conforme referido anteriormente, a teoria das AMO apresenta vários critérios que são úteis para avaliar se um dado conjunto de países deve ou não adotar uma moeda comum. Em termos de operacionalização dos critérios, a literatura empírica tem usado uma grande diversidade de metodologias.

Na análise desenvolvida nesta dissertação, em que se pretende avaliar se ZMAO é uma área monetária ótima e, em particular, se Cabo Verde deve ou não aderir a ZMAO, é seguida, de perto, a abordagem de Loureiro *et al.* (2011).

Assim, a análise irá centrar-se em três critérios relevantes, nomeadamente a taxa de inflação, a sincronização de ciclos económicos e o grau de integração comercial.

Este capítulo está organizado em quatro secções. Na primeira, descrevem-se os dados utilizados e as respetivas fontes. Em cada uma das três secções seguintes, são apresentados os resultados obtidos para cada um dos critérios selecionados, explicitando-se a metodologia seguida na análise de cada um deles.

5.1 Os dados

Conforme já referido, a ZMAO ainda não se efetivou. O que existe é o compromisso de criação da união, compromisso que está formalizado nos casos da Gâmbia, Gana, Guiné, Libéria, Nigéria, Serra Leoa. No caso de Cabo Verde, tal compromisso não foi ainda subscrito e o país, formalmente, mantém o estatuto de observador. No entanto, para efeitos da análise que se segue, será considerado o conjunto dos sete países, os quais, por simplificação, serão designados de membros da ZMAO.

Como referido, a análise empírica a efetuar assenta em três critérios, cujo cumprimento se considera necessário para que uma união monetária faça sentido à luz da teoria económica: convergência de taxas inflação, elevada integração comercial e sincronização dos ciclos económicos dos países participantes (medida pela sincronização da evolução do PIB). A seleção das variáveis a serem usadas foi condicionada à existência e disponibilidade das séries temporais com um número de

observações e frequência aceitáveis. No caso do comércio intra-ZMAO recorreu-se apenas ao comércio de bens devido à inexistência de dados para os serviços.

De forma a ter-se uma referência, os resultados obtidos para os membros da ZMOA serão confrontados, para cada um dos três critérios, com resultados obtidos para a União Monetária da Europa (UEM). A escolha desta referência prende-se com o facto de esta ser a união monetária mais recentemente criada. Relativamente à UEM, nos cálculos a efetuar serão considerados os doze países com participação mais antiga e cujo o conjunto designaremos por UEM12. Os doze países são a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Finlândia, Itália, Irlanda, Luxemburgo, Holanda, Portugal e Grécia.¹⁵

Independentemente dos resultados reportados no presente capítulo, e das conclusões que deles resultam, no capítulo 6 vai-se supor que a ZMAO ia mesmo por diante, e que a nova moeda africana era ancorada a uma moeda de circulação internacional, nomeadamente o EUR ou o USD. De forma a investigar qual a moeda mais adequada para fazer a ancoragem, também para os Estados Unidos foi recolhido um conjunto de dados. Refira-se que no capítulo 6 é feito uso dos mesmos três critérios analisados no capítulo 5. Contudo, no que respeita ao comércio internacional, serão utilizados dados relativos ao comércio de bens e serviços (e não apenas bens como no capítulo 5), dada a sua disponibilidade.

Na tabela 3 listam-se todas as variáveis a utilizar, as respetivas fontes e o período coberto, sendo que todas as observações respeitam a dados anuais.

¹⁵ A Grécia aderiu à UEM em 2001, os restantes países, são os fundadores da União, a qual entrou em vigor em 1999.

Tabela 3 - Fontes de informação

Países	Fonte	Período
Taxa de Inflação		
Estados membros da ZMOA	Fundo Monetário Internacional	1999 a 2014
Comércio internacional de bens		
Estados membros da ZMOA	International Trade Center	2006 a 2013
Comércio internacional de bens e serviços		
Estados membros da ZMAO	International Trade Center e US Census Bureau	2006 a 2013
Estados membros da UEM12	Eurostat	2006 a 2013
PIB a preços constantes e preços correntes (ciclos económicos)		
Todos	Fundo Monetário Internacional	1999 a 2014

5.2 A semelhança das taxas de inflação

Um dos critérios para que uma área monetária seja considerada ótima é a semelhança das taxas de inflação dos países membros. A semelhança da inflação ao longo do tempo, permite que os “termos de troca” dos participantes permaneçam estáveis (Fleming, 1971).

Na tabela 4 são apresentados indicadores relativamente ao comportamento da taxa de inflação dos países da ZMAO, no período 1999-2014. Em concreto, para cada país é apresentada a taxa de inflação média do período e respetiva volatilidade (medida pelo desvio padrão), bem como o desvio apresentado face à taxa de inflação média do

conjunto da ZMAO e respetiva volatilidade. Os valores para o conjunto da ZMAO refletem a média simples dos estados-membros.

Tabela 4-Taxa de inflação média e desvio padrão, 1999-2014

País/Região	Taxa de inflação		Diferencial de inflação face ZMAO (p.p.)	
	Média (%)	Volatilidade	Média	Volatilidade
Cabo Verde	2,2	2,5	-9,44	3,28
Gâmbia	6,0	4,1	-5,70	3,95
Gana	15,0	7,3	3,37	7,55
Guiné	14,6	9,5	2,96	8,19
Nigéria	11,5	4,0	-0,20	3,59
Serra Leoa	11,2	8,6	-0,43	7,94
Libéria	9,3	3,6	-2,93	5,16
ZMAO*	11,7	2,7	-	-

* Média simples das taxas de inflação dos países membros.

Conforme se constata na tabela 4, as taxas de inflação dos membros da ZMAO apresentam valores muito diversos no período em análise: quatro dos sete países apresentam taxas de inflação médias com dois dígitos. Cabo Verde é, de longe, o país que apresenta o melhor comportamento em termos de estabilidade de preços, com uma taxa de inflação média de apenas 2,2%, apresentando também o melhor desempenho em termos da estabilidade da taxa de inflação, tal como refletido na respetiva volatilidade. Por tal razão, Cabo Verde é o país cuja taxa de inflação mais se desvia (por bons motivos) do comportamento médio da ZMAO.

O bom desempenho de Cabo Verde em termos de inflação, comparativamente aos restantes países da ZMAO, ficará a dever-se, em grande medida, ao regime de câmbios fixos adotado pelo país em 1998, altura em que o CVE foi ancorado a moedas (primeiro o PTE e, de seguida, o EUR) cuja política monetária tinha/tem como prioridade a estabilidade de preços.

Na medida que Cabo Verde é um país com forte concentração na exportação de serviços de turismo, essencialmente para o mercado europeu, e forte dependência de importações em grande parte provenientes da Área do Euro, a evolução do índice de

preços no consumidor de Cabo Verde é, em grande parte, determinada pela evolução dos preços das importações provenientes da Área do Euro.

O facto de o BCE ter como objetivo primordial a manutenção da estabilidade de preços (taxa de inflação abaixo, mas próxima dos 2%), a ancoragem ao euro permitiu ao país um significativo controlo sobre a inflação importada (Loureiro *et al.*, 2008).

Face aos resultados apresentados, pode-se concluir que a ZMAO não cumpre, *ex ante*, um dos requisitos para poder ser considerada uma área monetária ótima. Contudo, analisar se a ZMAO é uma área monetária ótima e ademais analisar se Cabo Verde deve ou não aderir à ZMAO, não pode ser sustentado só com base na análise da semelhança das taxas de inflação. Assim, passa-se de seguida para a análise de outros critérios.

5.3 A integração comercial

Nesta secção apresentam-se os resultados relativos à integração comercial dos países da ZMAO no período compreendido entre 2006 e 2013. A análise respeita à integração intra-ZMAO e, para efeitos de contexto, também à integração comercial com o resto do mundo.

Devido à não existência de informação para o comércio de serviços intra-ZMAO, a análise incide apenas sobre o comércio internacional de bens.

A integração comercial, medida pelo grau de abertura, foi calculada da seguinte forma:

$$\frac{\frac{\textit{Exportações} + \textit{importações}}{2}}{\textit{PIB}} 100$$

A tabela 5 dá-nos a importância relativa do comércio internacional de bens no PIB de cada membro da ZMAO. Na primeira coluna (“Intra-União”) apresenta-se informação sobre o grau de abertura de cada país relativamente aos restantes países da ZMAO. Na segunda coluna (“Mundo”), a informação diz respeito à importância relativa do comércio internacional total de cada país no respetivo PIB. A terceira coluna dá informação sobre quanto representa o comércio internacional de cada país com a ZMAO, relativamente ao comércio internacional total desse país. Os valores apresentados na tabela referem-se à média do período.

Na penúltima linha da tabela 5 são apresentados os valores agregados para o conjunto da ZMAO, sendo que os mesmos foram obtidos através da média simples dos valores obtidos para os países que a constituem. Para fins comparativos, e como *benchmark*, incluem-se os correspondentes valores para o conjunto da UEM12, tendo os mesmos sido calculados como uma média simples dos valores obtidos para os países que constituem a UEM12.

Tabela 5-Comércio internacional de mercadorias, 2006-2013

País/Região	Grau de abertura da economia		Proporção do comércio com os países da ZMAO no comércio total
	Intra-União	Mundo	União/Mundo
Cabo Verde	0,3%	23,4%	1,2%
Gâmbia	0,9%	21,6%	4,2%
Gana	1,0%	29,8%	3,34%
Guiné	0,7%	30,6%	2,3%
Libéria	11,5%	40,7%	28,3%
Nigéria	0,2%	18,6%	1,0%
ZMAO*	2,4%	27,0%	8,9%
UEM12*	18,4%	36,8%	50%

*Média simples dos países membros.

Como podemos constar na tabela 5, o comércio internacional dos países membros da ZMAO com os restantes membros da União é praticamente inexistente, variando de um mínimo de 0,2% do PIB no caso da Nigéria, para um máximo de 11,5% do respetivo PIB, no caso da Libéria. A Libéria é, no entanto um *outlier*, já que em nenhum dos restantes países o comércio intra-ZMAO representa mais de 1,0%. A média do comércio intra-ZMAO é, naturalmente, muito modesta (apenas 2,4%), apesar do “enviesamento” provocado pela Libéria. Por contraponto, refira-se que o comércio intra-união no caso da UEM12 apresenta uma média de 18,4% do PIB.

A reduzida dimensão do comércio intra-ZMAO fica ainda mais patente quando se analisa o seu peso relativo no comércio internacional total dos Estados-membros. O grau de abertura total dos membros da ZMAO é relativamente variável, sendo o país

menos aberto a Nigéria (18,6%) e o país mais aberto a Libéria (40,7%). Constatase na tabela 5, contudo, que a esmagadora maioria desse comércio é feito com outros países que não os parceiros da ZMAO. Por exemplo, no caso da Nigéria e de Cabo Verde, o comércio com a ZMAO representa apenas cerca de 1% do comércio internacional total.

Em termos médios, para o conjunto da União, o comércio internacional intra-ZMAO representa apenas 8,9% do comércio internacional total dos respetivos Estados-membros. Por contraponto, no caso da UEM12, o comércio intra-União representa, em média, cerca de 50% do comércio internacional dos seus Estados-membros.

A reduzida dimensão do comércio intra-ZMAO pode ser explicado por vários fatores, nomeadamente¹⁶:

1) Existência de barreiras não tarifárias ao comércio, tais como numerosos pontos de verificação nas rotas de trânsito, carência de infraestruturas rodoviárias e de pontos de armazenamento;

2) Existência de barreiras tarifárias, apesar dos acordos formais assinados entre os Estados-membros da ZMAO para permitir a livre circulação de bens e serviços;

3) A concentração de exportações e de importações dos países da ZMAO: as primeiras muito concentradas em *commodities*, vendidas essencialmente a países industrializados, enquanto as segundas estão concentradas em bens consumo, também provenientes de países industrializados.

Da análise efetuada, conclui-se que outra das condições de otimalidade de uma área monetária não se aplica aos países da ZMAO. De facto, o comércio intra-união é muito reduzido para que se possa considerar que uma moeda comum se justifica, a fim de serem ultrapassados os custos a que atualmente o comércio intra-ZMAO está sujeito, em resultado de cada membro ter a sua própria moeda.

5.4 A sincronização dos ciclos económicos

Numa união monetária, a política monetária é única. É, por conseguinte, desejável que a política monetária única seja adequada para combater as flutuações cíclicas de todos os membros da união, o que só será possível caso os respetivos ciclos económicos tenham um comportamento semelhante, o que equivale a dizer, caso os ciclos económicos estejam fortemente correlacionados.

¹⁶ Cf. IMAO (2012).

Nesta secção analisa-se a sincronia dos ciclos económicos dos países da ZMAO, justamente para verificar se uma política monetária única poderá implicar custos relevantes para os países participantes em termos da gestão da conjuntura.

Para identificar os ciclos económicos dos países em análise, utilizou-se a abordagem “*deviation cycle*”, a qual deteta as oscilações do produto em torno da sua tendência, mais concretamente, o desvio do logaritmo do PIB real em relação à respetiva tendência.

Como primeiro passo para medir o grau de sincronização entre os ciclos económicos, foi calculado o hiato do produto. Este foi obtido filtrando o logaritmo do PIB real através do *filtro de Hodrick e Prescott* (Hodrick e Prescott, 1997). Este é o método usualmente utilizado em estudos de ciclos económicos, por ser um método que garante a estacionaridade do hiato do produto (Félix e Almeida, 2006) e também devido à pequena dimensão da amostra usada neste estudo.¹⁷ O valor do parâmetro de alisamento (λ) utilizado foi 6.25. Optou-se por este valor uma vez que, segundo Ravn e Uhlig (2002), este produz exatamente os mesmos resultados obtidos para dados de natureza trimestral.

Após à obtenção do hiato do produto, o movimento conjunto dos ciclos económicos dos países em estudo foi avaliado com base no coeficiente de correlação linear entre o hiato do produto de cada país (h_i) e o hiato do produto da União (h_{ZMAO}):

$$(h_i, h_{ZMAO}) = \frac{cov(h_i, h_{ZMAO})}{\sigma(h_i) \sigma(h_{ZMAO})} = \frac{\sum_t (h_{i(t)} - \bar{h}_i)(h_{ZMAO(t)} - \overline{h_{ZMAO}})}{\sqrt{\sum_t (h_{i(t)} - \bar{h}_i)^2 (h_{ZMAO(t)} - \overline{h_{ZMAO}})^2}}$$

em que \bar{h}_i , e $\overline{h_{ZMAO}}$, representam as médias do hiato de produto para o período da amostra, as quais, por construção, têm o valor zero.

Com base no método descrito, a tabela 6 apresenta as correlações bilaterais dos ciclos económicos entre os países da ZMAO. Constata-se que, durante o período em análise, mais de metade das correlações cruzadas entre os países da ZMAO é negativa. Por outro lado, das dez correlações cruzadas positivas, apenas três são estatisticamente significativas, nomeadamente, entre a Guiné e Cabo Verde, entre a Guiné e o Gana e entre a Guiné e a Serra Leoa (assinaladas a **negrito** na tabela).

¹⁷ A dimensão da amostra utilizada é também condicionada pela inexistência de dados trimestrais para o PIB real dos países africanos, aquela que seria a frequência desejável, cingindo-se a dados anuais.

Sem entrar numa análise detalhada das razões para os ciclos económicos dos países da ZMAO não estarem sincronizados, seguramente que a tal não será alheio o facto de na maioria dos países a produção e as exportações serem constituídas por *commodities* (que diferem de país para país), cuja volatilidade dos preços tende a dar origem a choques assimétricos.

Outro fator que pode explicar os resultados descritos na tabela 6 é o baixo grau de integração entre os estados membros da ZMAO, conforme visto na secção anterior.

No caso específico de Cabo Verde, pode-se constatar na tabela 6 que o hiato do produto de Cabo Verde apresenta correlação negativa pouco significativa com os hiatos da Gâmbia, Nigéria e Serra Leoa, enquanto apresenta correlação positiva mas pouco significativo com o Gana e a Libéria. O único país com que a economia de Cabo Verde se correlaciona positiva e significativamente é a Guiné. Pode-se, pois, concluir que não existe sincronização entre o ciclo económico de Cabo Verde e os ciclos económicos dos restantes países da ZMAO.

Tabela 6 - Coeficiente de correlação entre ciclos económicos dos membros da ZMAO, 1999-2014

	Cabo Verde	Gana	Gâmbia	Guiné	Libéria	Nigéria	Serra Leoa
Cabo Verde		0,35	-0,32	0,44	0,23	-0,38	-0,03
Gana			-0,68	0,54	0,07	-0,27	-0,07
Gâmbia				-0,51	-0,37	0,05	-0,12
Guiné					0,43	-0,17	0,42
Libéria						-0,22	0,13
Nigéria							0,35

Os valores a **negrito** são positivos e estatisticamente diferentes de 0, ao nível de 5 % de significância.

De seguida, analisa-se a sincronização entre o ciclo económico de cada um dos países da ZMAO e o ciclo económico agregado da ZMAO. Para o efeito, foi calculada a correlação entre o hiato do produto de cada país e o hiato do produto da União.

Dado que os dados agregados para o PIB real da ZMAO não estão disponíveis, foi necessário implementar um método de agregação. Para efeitos da agregação, para cada indicador económico em análise foram atribuídos pesos variáveis ao longo do

tempo, os quais correspondem à proporção do PIB nominal anual de cada país no PIB nominal agregado da ZMAO.

Para o cálculo do PIB da União a preços constantes, transformou-se a série temporal do PIB a preços constantes de cada país num índice de base 100; de seguida, calculou-se o índice ponderado de base 100 para o PIB a preços constantes da União, usando os índices individuais e como ponderadores os ponderadores variáveis anteriormente referidos.

Após obtido o PIB real agregado da ZMAO, calculou-se o respetivo hiato do produto, utilizando-se o *filtro de Hodrick e Prescott* anteriormente referido. Ficámos assim em condições de medir a sincronização dos ciclos económicos de cada país com a ZMAO, utilizando para o efeito o coeficiente de correlação linear entre os respetivos hiatos do produto. Na tabela 7 são apresentados os resultados obtidos.

Tabela 7-Correlação do ciclo económico da ZMAO com os seus países membros, 2001-2014

País	Coefficiente de Correlação
Cabo Verde	-0,36
Gâmbia	0,28
Gana	-0,43
Guiné	-0,42
Libéria	-0,22
Nigéria	0,78
Serra Leoa	-0,14

Nota: A **negrito**, valores positivos e estatisticamente diferentes de 0, para um nível de significância de 5%.

Os resultados apresentados na tabela 7 estão, naturalmente, em linha com os resultados apresentados na tabela 6. Constata-se que, durante o período em análise, apenas o ciclo económico da Nigéria tem correlação positiva e estatisticamente significativa, com o ciclo económico agregado da ZMAO. No caso dos restantes países, os respetivos ciclos económicos estão negativamente correlacionados com o ciclo económico agregado da União, pelo que uma política monetária única dificilmente servirá a gestão da conjuntura desses estados-membros.

Existe uma explicação para os resultados descritos na tabela 7: o elevado peso do PIB da Nigéria no PIB agregado da ZMAO. Esse peso, conforme documentado na tabela 8 é de cerca de 87%, tendo o PIB dos restantes países uma importância relativa muito modesta.

Tabela 8- Importância relativa dos países da ZMAO (peso no PIB, %)

País	Peso*
Cabo Verde	0,6%
Gâmbia	0,4%
Gana	8,8%
Guiné	2,0%
Libéria	0,4%
Nigéria	86,9%
Serra Leoa	0,9%

*Média simples anual no período 2000-2014

Face à importância económica da Nigéria no conjunto da ZMAO, é muito natural que os destinos da União venham, em grande medida, a ser definidos por aquele país. Em termos monetários, mesmo que o futuro banco central da União não se preocupe com a situação particular de cada um dos estados-membros (tal como acontece com o BCE, no caso da Europa) e trate a ZMAO como uma entidade única, a situação económica da União será sempre o reflexo da situação económica da Nigéria, pelo que a política monetária a implementar em toda a União será sempre a política monetária de que a Nigéria vier a necessitar. Ora, atendendo aos resultados descritos na tabela 6 e 7, tal política dificilmente será a mais adequada para os restantes participantes na ZMAO.

6. A que moeda deve a Zona Monetária da África Ocidental ancorar?

Os resultados obtidos no capítulo anterior apontam claramente no sentido de que a ZMAO não é uma área monetária ótima. À luz dos três critérios analisados, dificilmente se consegue justificar a substituição das moedas nacionais para uma moeda comum aos sete países da União. Apesar disso, os potenciais membros podem decidir avançar para a constituição de uma união monetária, com base noutros critérios que não critérios económicos.

Admitindo, hipoteticamente, que pode haver uma decisão política de criar a ZMAO, as autoridades da União terão que optar entre um regime de câmbios flexíveis e um regime de câmbios fixos para a nova moeda. Admitindo que, no sentido de indiretamente ser obtida estabilidade nominal, a opção fosse por um regime de paridade fixa, coloca-se a questão de saber a que moeda ancorar. Neste capítulo, analisa-se se a opção deveria recair sobre o euro ou sobre o dólar norte-americano.

Dado que estar ancorado ao euro ou ao dólar produzirá os mesmos efeitos em termos da performance na inflação, na medida em que tanto a Reserva Federal como o BCE conduzem políticas direcionadas para a estabilidade dos preços, neste capítulo a análise restringe-se a dois critérios, o grau de integração comercial e a sincronização dos ciclos económicos.

O capítulo encontra-se dividido em duas secções, analisando-se na primeira a eventual ligação ao euro e na segunda a eventual ligação ao dólar.

6.1 Euro

Para medir o grau de integração comercial entre a ZMAO (e respetivos membros) e a Área do Euro, foi utilizado o procedimento descrito no capítulo 5, sendo os resultados descritos na tabela 9. Neste capítulo, os dados relativos ao comércio internacional incluem, para além das mercadorias, os serviços.

Na primeira coluna da tabela apresenta-se informação com o peso no PIB dos fluxos comerciais com a UEM12, traduzindo os dados o grau de abertura relativo à Área do Euro. A segunda coluna fornece os dados relativos ao grau de abertura total (“Mundo”), isto é, o total de importações e exportações feitas com todos os países do mundo, relativizado pelo PIB. A terceira coluna dá-nos a proporção do comércio com a UEM12 no comércio internacional total.

Tabela 9 - Grau de abertura face à Área do Euro, 2006-2012

País/Região	Grau de abertura		Peso do comércio com a UEM12 no comércio total
	UEM12	Mundo	UEM12/Mundo
UEM12*	24,51%	55,08%	44%
ZMAO*	23,82%	43,8%	54%
Cabo Verde	28,8%	48,7%	59%
Gâmbia	11,8%	32,9%	36%
Gana	7,9%	37,1%	21%
Guiné	18,6%	36,8%	51%
Libéria	78,2%	106,2%	74%
Nigéria	5,5%	22,7%	24%
Serra Leoa	16,0%	22,2 %	72%

*Média simples dos resultados obtidos para cada país da União.

A Libéria é o país da ZMAO com maior grau de abertura comercial (106,2% do seu PIB), sendo que cerca de $\frac{3}{4}$ desse comércio é realizado com países da UEM12. De seguida, o país com maior grau de abertura total é Cabo Verde, pesando o comércio internacional no PIB cerca de 49%. Quase 60% deste comércio internacional de Cabo Verde é realizado com países da UEM12. A Libéria e Cabo Verde apresentam um grau de integração com UEM12 superior ao grau de integração intra-UEM12 (cuja média é de 24,5%).

Nos casos da Guiné e da Serra Leoa, também grande parte do seu comércio internacional é com países da Área do Euro. No caso da economia de maior dimensão da ZMAO (a Nigéria), o comércio com a Área do Euro representa 24% do seu comércio internacional total, embora o comércio nigeriano com a Área do Euro represente apenas 5,5% do PIB.

No que respeita à sincronização dos ciclos económicos, na tabela 10 apresentam-se resultados para as correlações dos hiatos do produto da UEM12 com cada um dos países da ZMAO. Os cálculos foram realizados seguindo os procedimentos descritos no capítulo 5.

Tabela 10- Correlação com o ciclo económico da UEM12, 1999-2014

País	Coefficiente de Correlação	Volatilidade do ciclo económico (b)
UEM12 (a)	0,81	0,012
Cabo Verde	0,74	0,016
Gâmbia	-0,37	0,012
Gana	0,43	0,024
Guiné	0,39	0,015
Libéria	0,36	0,008
Nigéria	-0,18	0,006
Serra Leoa	-0,44	0,023

Nota: Os valores das correlações a **negrito** são positivas e estatisticamente diferentes de 0, ao nível de 5% de significância

(a) Coeficiente de correlação da UEM12 é refere-se à média simples das correlações entre os Estados-membros; a volatilidade da UEM12 refere-se ao PIB agregado da UEM12.

(b) Desvio padrão do correspondente output gap.

Conforme documenta a tabela 10, durante o período em análise os ciclos económicos da maioria dos países da ZMAO apresentam-se pouco sincronizados com o ciclo económico da Área do Euro, sendo Cabo Verde a única exceção.

O coeficiente de correlação do ciclo económico de Cabo Verde com o ciclo económico da UEM 12 é de 74%, valor que revela uma sincronização de ciclos não muito inferior à sincronização registada individualmente pelos Estados-membros da UEM12 (cuja média simples é de 81%).

Dos sete países da ZMAO, três registam uma correlação negativa com o ciclo económico da Área do Euro, entre o quais a Nigéria. No caso daqueles que apresentam correlações positivas, nenhuma estimativa é estatisticamente significativa.

Globalmente parece poder concluir-se que, à luz da sincronização dos ciclos económicos, não existe suporte para a adoção do euro como âncora da ZMAO.

6.2 Dólar

Nesta secção reproduz-se para o dólar a análise efetuada na secção anterior para o euro. Atendendo a que não existem dados para o comércio internacional de serviços dos países das ZMAO com os Estados Unidos, os resultados dizem respeito apenas ao comércio de mercadorias. Por tal razão, voltam a apresentar-se dados para o comércio

internacional dos países da ZMAO com a Área do Euro, agora apenas para mercadorias (os dados da tabela 9 respeitavam a bens e serviços).

Os resultados descritos na tabela 11 mostram que para a generalidade dos países da ZMAO o grau de integração comercial com a Área do Euro é superior à integração comercial com os Estados Unidos. A única exceção é a Nigéria, cujo comércio internacional com os Estados Unidos e a Área do Euro são de dimensão semelhante, representando em cada um dos casos cerca de ¼ do comércio internacional total da Nigéria.

Tabela 11- Grau de abertura face à Área do Euro e aos Estados Unidos, 2006-2013

País/ Região	Grau de abertura			Peso no comércio total	
	Estados Unidos	UEM12	Mundo	Estados Unidos/Mundo	UEM12 /Mundo
ZMAO*	3,4%	15,19%	26,98%	12,60%	56,30%
Cabo Verde	0,3%	19,03%	23,41%	1,28%	81,29%
Gâmbia	1,7%	6,75%	21,59%	7,87%	31,26%
Gana	1,7%	7,33%	29,79%	5,71%	24,61%
Guiné	2,2%	14,70%	30,56%	7,20%	48,10%
Libéria	11,2%	40,73%	48,0%	27,50%	85%
Nigéria	4,8%	4,59%	18,64%	25,75%	24,62%
Serra Leoa	1,8%	5,92%	24,12%	7,46%	24,54%

*Média simples dos valores obtidos para cada entre os países membros da ZMAO.

Relativamente à sincronização dos ciclos económicos dos países da ZMAO com os Estados Unidos, os resultados são apresentados na tabela 12. Aí se constata que, para nenhum dos países em análise, a sincronização do ciclo económico com os Estados Unidos é estaticamente significativa. Na maior parte dos casos, a correlação de ciclos é mesmo negativa. Globalmente, o critério da sincronização dos ciclos económico não fornece suporte para a adoção do dólar como âncora da moeda única da ZMAO.

Tabela 12- Correlação com o ciclo económico dos Estados Unidos, 1999-2014

País	Coefficiente de Correlação	Volatilidade do ciclo económico
Cabo Verde	0,35	0,016
Gâmbia	-0,24	0,012
Gana	0,32	0,024
Guiné	0,15	0,015
Libéria	-0,01	0,008
Nigéria	-0,38	0,006
Serra Leoa	-0,12	0,023

7. Conclusão

A CEDEAO tem planos para criar uma união monetária com uma moeda única, a circular em todos os Estados-membros. O projeto está planeado para ter duas fases: na primeira é criada uma união monetária (a ZMAO) que integra todos os Estados-membros da CEDEAO que, atualmente, tem moeda própria; na segunda fase é feita a fusão da ZMAO, com a união monetária já existente e cujos membros são países da CEDEAO (a UEMOA).

O objetivo desta dissertação foi analisar a fundamentação económica para a criação da ZMAO e, em particular, a participação de Cabo Verde nessa nova União.

A análise assentou na teoria das AMO, em particular em três dos critérios por ela desenvolvidos: semelhança de taxas de inflação, sincronização de ciclos económicos e o grau de integração comercial

Os resultados obtidos apontam claramente no sentido de que a ZMAO não é uma área monetária ótima, pois não existe semelhanças das taxas de inflação dos países membros, o comércio intra-união é muito reduzido e os ciclos económicos dos países da ZMAO não estão sincronizados. Perante estes resultados pode afirmar que não existem condições para a criação da ZMAO. Estes resultados reforçam as conclusões de estudos anteriores, como Akilo e Akinbobola (2005), Tsangarides e Qureshi (2008), Chuku (2012), Ekong e Onye (2012) e Sireah-Jallow (2013). É certo que se pode argumentar que o tipo de avaliação feita é uma avaliação *ex ante*, sendo que a teoria da endogeneidade das AMO estabelece que uma união monetária poderá não ser ótima numa base *ex ante*, mas poderá vir a sê-lo *ex post*. No entanto, investigação empírica recente questiona esta hipótese, pelo que parece mais seguro garantir que previamente um conjunto de requisitos básicos seja observado para que uma nova união monetária possa funcionar estavelmente.

Relativamente a eventual participação de Cabo Verde na ZMAO constatou-se que a mesma implicaria mais custos económicos do que benefícios para o país, já que: (i) de entre os Estados-membros da ZMAO, Cabo Verde é o país com maior estabilidade de preços, característica que poderia vir a perder caso prescindisse do CVE; (ii) o ciclo económico de Cabo Verde não está sincronizado com o ciclo económico da União, o que provavelmente conduziria a que a política monetária a que estaria sujeito não seria a economicamente mais adequada; e (iii) o benefício de partilhar uma moeda

comum com outros países seria muito reduzido, dada a reduzida integração comercial que tem com estados-membros da União.

Um outro aspeto a que um país com a (pequena) dimensão económica de Cabo Verde deve prestar particular atenção caso pondere a participação numa união monetária é a dimensão económica dos restantes membros. Conforme se viu, no caso da ZMAO, existe um país de grande dimensão (a Nigéria) que, seguramente, estaria na génese de todas as grandes decisões da União. É, pois, muito provável que a ZMAO, na prática, viesse a ser a Nigéria e um conjunto de seis países “satélite”.

Apesar de se ter chegado à conclusão que a ZMAO não constitui uma área monetária ótima, os potenciais membros podem decidir avançar para constituição de uma união monetária, com base noutros critérios que não critérios económicos. Admitindo, hipoteticamente, que pode haver uma decisão política de criar a ZMAO, as autoridades da União terão que optar entre um regime de câmbios flexíveis ou um regime de câmbios fixos para a nova moeda. Admitindo a preocupação com a estabilidade nominal, a opção seria por um regime de paridade fixa. Sob esta hipótese, no presente estudo foi efetuada uma análise adicional para avaliar qual, de entre o dólar e o euro, seria a melhor divisa para a ZMAO ancorar a sua moeda.

A conclusão é que o critério da sincronização dos ciclos económicos não permite determinar qual a melhor divisa para ancorar a moeda da ZMAO. Quanto ao critério da integração comercial, a ancoragem ao euro faria mais sentido face à ancoragem ao dólar, dado que a maior parte dos países tem maior integração comercial com a UEM do que com os Estados Unidos.

Globalmente, resulta desta dissertação a recomendação de que a ZMAO não seja criada antes que um mínimo de convergência económica seja atingida entre os potenciais Estados-membros. Nesse sentido, recomenda-se que, por exemplo, sejam desbloqueadas todas as barreiras ao comércio intra-união que nada têm que ver com a moeda ou com o câmbio.

Referências Bibliográficas

Adjaute, K. e J.P. Danthine (2003), “European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment”, in “The Transformation of the European Financial System”, V.Gaspar, Ph.Hartmann and O. Sleijpen, ed., European Central Bank.

AIP (2014), “Cabo Verde: Integração Regional na CEDEAO e relacionamento com os países da CPLP”, Associação Industrial Portuguesa.

Alagidede, P., A. Coleman e J.C. Cuestas (2012), “Inflationary shocks and a common economic trends: implications for West Africa Monetary Union membership”, *Journal of Policy Modeling*, Vol.34, Nº3, pp. 460-475.

Akilo , A.E. e T.O. Akinbobola (2005), “Should the West African countries form a currency union?”, *South African Journal of Economic and Management Sciences*, Vol.8, Nº 3, pp. 326-347.

Baldwin, R., F. Skudelny e D. Danthine (2005), “Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data”, ECB Working Paper Series, Nº 446.

Banque de France (2010), “The Franc Zone”, The Fact Sheet Nº 127, Banque de France.

Bertola, G. e T. Danthine, (2004), “Product Market Integrations, Institutions and the Labour Markets”, Mimeo.

BCV (1984), “*Relatório de Conselho de Administração*”, Banco de Cabo Verde.

BCV (1998), “*Relatório de Conselho de Administração*”, Banco de Cabo Verde.

BCV (2008), “Os regimes cambiais em Cabo Verde”, Cadernos BCV, Série Educação Financeira, Nº 08.

Chuku A. C. (2012), “The proposed Eco: Should West Africa proceed with a common currency?”, Paper presented at the Centre for the Study of African Economies (CSAE) 2012 conference on Economic development in Africa, Oxford University, pp.18-20.

De Grauwe, P. e F. Mongelli (2005), “Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?”, ECB Working Paper, Nº 468.

Dixit, A. K. (2000), “A repeated game of monetary union”, *Economic Journal*, Vol. 110, Nº446, pp. 759-780.

Ekong, N. C. e U. K. Onye (2012), “On the Feasibility on a Common Currency in West Africa: Evidence from a Multivariate Structural VAR”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, N° 4, pp. 120-130.

Engel, C. e A. K. Rose (2002), “Currency Unions and International Integration”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, N°4, pp. 1067-89.

Fundação Portugal África (2014), “A CEDEAO e a moeda única”, Boletim da Fundação Portugal África n°46.

Félix, R. M. e V. Almeida (2006), “Computing Potential Output and the Output Gap for the Portuguese Economy”, *Economic Bulletin autumn*, Banco de Portugal.

Ferrando, A., L. Baele, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet (2004), “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, ECB Occasional Paper N° 14.

Fidrmuc, J. (2005), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria and Intra-industry Trade: Implications for EMU Enlargement”. In De Grauwe, P. and Melitz, J. (eds) *Monetary Unions after EMU*, Cambridge, MA: MIT Press.

Fleming, J.M. (1971), “On Exchange Rate Unification”, *Economic Journal*, Vol. 81, pp. 467–88.

Frankel, J. A. e A. K. Rose (1998), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *The Economic Journal*, Vol. 108, N°449, pp. 1009-1025.

Friedman, M. (1953), “Essays in positive economics”, Chicago, Chicago Press.

Glick, R. e A.K. Rose (2002), “Does a Currency Union Affect Trade? The Time-Series Evidence”, *European Economic Review*, Vol.46 N°6, pp. 1125-51.

Glick, R. e A. K. Rose (2015), “Currency Unions and Trade: A Post-EMU Mea Culpa”, NBER Working Paper N° w21535.

Gomes, J. (2009), “ A Inserção de Cabo Verde na CEDEAO: O comércio e as Migrações”, Porto: Centro de Estudos Africanos da Universidade do Porto.

Houssa, R. (2008), “Monetary union in West Africa and Asymmetric shocks: A Dynamic Structural Factor Model Approach”, *Journal of Development Economics*, Vol. 85, N°1-2, pp. 319-347.

Hodrick, R. J. e E. C. Prescott (1997), “Postwar US business cycles: an empirical investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 24, pp. 1–16.

IMAO (2012), “Annual report and statement of accounts”. IMAO

Ingram, J.C. (1962), “Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico”, Chapel Hill: University of North Carolina Press.

Kenen, P.B. (1969), “The theory of optimum currency areas: an eclectic view”, in: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 41-60.

Loureiro J., M. M. F. Martins e A.P. Ribeiro (2008), “Avaliação do Acordo de Cooperação Cambial Cabo Verde – Portugal”, Porto: Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia, Universidade do Porto.

Loureiro J., M. M. F. Martins e A.P. Ribeiro (2010), “Cape Verde: The Case for Euroisation”, *South African Journal of Economics*, Vol. 78, Nº 3, pp. 248-268.

Loureiro J., M. M. F. Martins e A.P. Ribeiro (2011), “Anchoring to the euro (and grouped together)? The case of African countries”, *Journal of African Economies*, Vol. 21, Nº1, pp. 28-64.

Masson, P R. e C. Pattillo (2005), “The monetary geography of Africa”, Brookings Institution Press, Washington, DC.

McKinnon, R. I. (1963), “Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review*, Vol. 53, Nº4, pp. 717-725.

Méltiz, J. (2004), “Risk Sharing and EMU”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42, Nº. 4, pp. 815–40.

Mintz, N.N. (1970), “Monetary Union and Economic Integration”, The Bulletin, New York University.

Mongelli, F. (2005), “What is European Economic and Monetary Union telling us About the Properties of Optimum Currency Areas?”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 43, Nº 3, pp. 607-635.

Mundell, R. A. (1961), “A Theory of Optimal Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 51, Nº4, pp. 667-665.

Pereira, J. P. (2014), “Direito Comunitário Material e Integração Sub-Regional: Contributo para o Estudo das Mutações no Processo de Integração Económica e Monetária na África Ocidental”, Tese de Doutoramento, Universidade de Lisboa. Portugal.

Ogbeidi, M. M. (2010), “Comparative Integration: A brief analysis of the European Union (EU) and The Economic Community of West Africans States (ECOWAS)”, *Journal of International Social Research*, Vol.3, Nº10, pp. 478-486.

Ravn, M.O. e H. Uhlig, (2002), “On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, Nº 2, pp. 371-376.

Rose, A. (2004), “A Meta-Analysis of the Effects of Common Currencies on International Trade”, NBER Working Paper N° 10373.

Sachs, J. e X. Sala-i-Martin (1991), “Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States”, NBER Working Paper, N° 385.

Sanusi, J.O. (2003), “Ongoing efforts towards a monetary union in the West African sub-region, Speech by Dr Joseph O Sanusi, Governor of the Central Bank of Nigeria, at the MEFMI Central Bank Governors Forum, Bank for International Settlements, Basel, 30 June - 1 July 2003”, BIS Review.

Sireh-Jallow, A. (2013), “The empirics of an optimal currency area in West Africa”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol.5, N°4, pp.100–108.

Tsangarides, C.G e M.S, Qureshi e (2008), “Monetary Union Membership in West Africa: A Cluster Analysis”, *World Development*, Vol.36, N°7, pp.1261-127.