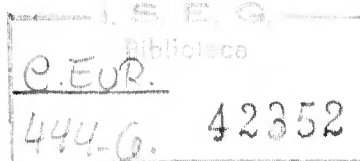


X 960375502



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO



RESERVADO

HG-3881
C35
1994

**A UNIÃO MONETÁRIA NO TRATADO DE
MAASTRICHT
- uma abordagem crítica**

JOÃO PAULO TOMÉ CALADO

**Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Economia, sob
orientação do Professor Doutor Victor Manuel Ribeiro Constâncio**

Dezembro de 1994



João Paulo T. Calado

A UNIÃO MONETÁRIA NO TRATADO DE MAASTRICHT
- uma abordagem crítica

Dezembro

1994

Agradecimento

Expresso aqui o meu agradecimento ao meu orientador, Professor Doutor Victor Manuel Ribeiro Constâncio, pelo seu decisivo apoio e estímulo na estruturação e elaboração desta dissertação.

ÍNDICE

Introdução	5
I. Custos e benefícios de uma União Monetária	9
I.1. A teoria das zonas monetárias óptimas - uma síntese	12
I.1.1. Mundell - a mobilidade dos factores	13
I.1.2. Mc Kinnon - a abertura ao exterior	22
I.1.3. Kenen - a diversificação da produção	25
I.1.4. Ingram - a integração financeira	27
I.1.5. As similaridades entre taxas de inflação	28
I.1.6. Outros elementos	28
I.1.7. Uma síntese	29
I.2. Uma União Monetária sem moeda única	30
I.2.1. Custos associados à fixação irrevogável da taxa de câmbio	30
I.2.1.1. A perda da taxa de câmbio e da política monetária	30
I.2.1.1.1. A dimensão e natureza dos choques	31
I.2.1.1.2. A flexibilidade dos preços e salários	69
I.2.1.1.3. A mobilidade do factor trabalho	71
I.2.1.1.4. A possibilidade do ajustamento ser suportado pela política orçamental	73
I.2.1.2. Os custos de transição	75
I.2.1.3. Outros custos decorrentes das diferenças entre países	78
I.2.1.4. A perda das receitas de senhoriagem	80
I.2.2. Benefícios inerentes à fixação irrevogável das taxas de câmbio	83
I.2.2.1. O reforço da credibilidade	83



I.2.2.2. Os benefícios microeconómicos	90
I.2.2.2.1. A redução dos custos de transacção	90
I.2.2.2.2. A redução da incerteza	91
I.2.2.2.2.1. O impacto no comércio intra-comunitário	92
I.2.2.2.2.2. O impacto no bem estar	93
I.2.2.2.2.3. O impacto no sistema de preços	99
I.2.2.2.2.4. O impacto no crescimento económico	99
I.2.2.3. Os benefícios dinâmicos resultantes do incremento da eficiência	103
I.3. Uma União Monetária com uma moeda única	106
I.3.1. Custos adicionais inerentes à moeda única	106
I.3.2. Benefícios adicionais associados à moeda única	107
I.3.2.1. O reforço da credibilidade do arranjo cambial	107
I.3.2.2. A eliminação dos custos de transacção	108
I.3.2.3. A redução das reservas	108
I.3.2.4. O reforço dos ganhos dinâmicos	109
I.4. Um modelo formal das zonas monetárias óptimas	110
I.5. Comparando os custos e benefícios - Considerações finais	122
II. O Tratado de Maastricht	125
II.1. A estratégia de construção da União Monetária - uma breve exposição	125
II.2. Uma avaliação crítica dos critérios adoptados	132
II.2.1. Diferencial entre as taxas de inflação	132
II.2.1.1. O ponto da situação	133
II.2.1.2. A divergência entre as taxas de inflação e os diferenciais de produtividade	134
II.2.1.3. O grau de convergência em termos de inflação das Uniões Monetárias consolidadas	138

II.2.1.4. A convergência necessária em termos de inflação para a concretização da UEM	140
II.2.2. Diferencial entre as taxas de juro de longo prazo	142
II.2.3. Critérios referentes às finanças públicas	149
II.2.3.1. A origem dos valores de referência	150
II.2.3.2. Aspectos que permitem avaliar a adequação destes critérios	153
II.2.3.2.1. A sustentabilidade da política orçamental	153
II.2.3.2.2. A assimetria das regras	167
II.2.3.2.3. Os estabilizadores automáticos	169
II.2.3.2.4. O equilíbrio do saldo do orçamento corrente	173
II.2.3.2.5. As externalidades associadas à política orçamental	176
II.2.3.2.6. O tratamento uniforme de Estados com taxas de inflação distintas	185
II.2.3.2.7. O tratamento uniforme de Estados com taxas de crescimento distintas	186
II.2.3.2.8. A dívida pública bruta versus a dívida pública líquida	187
II.2.3.2.9. As questões de disciplina orçamental	189
II.2.3.2.10. A política orçamental enquanto política de estabilização	197
II.2.3.2.11. O grau de exigência - uma simulação	199
II.2.4. Ausência de realinhamentos	202
II.2.4.1. As Uniões Monetárias incompletas	203
II.2.4.2. Os controlos cambiais	212

II.3. Uma avaliação global da estratégia	216
II.3.1. A credibilidade	218
II.3.2. A flexibilidade	219
II.3.3. A efectiva construção das novas instituições	220
II.3.4. A eliminação do antigo regime	221
II.3.5. A avaliação global	222
III. A transição para a União Monetária na Europa - cenários alternativos	224
III.1. Prioridade à transferência de poderes de política monetária para o nível da União	224
III.2. A reforma monetária	225
III.3. O "hard ECU"	227
III.4. A proposta de De Grauwe	233
III.5. Considerações finais	240
Conclusões	242
Anexos	248
Bibliografia	262

INTRODUÇÃO

O Tratado da União Europeia assinado em Maastricht, no dia 7 de Fevereiro de 1992, veio institucionalizar a estratégia por estádios antes proposta pelo relatório Delors, e impôr um conjunto de critérios de convergência económica. Critérios esses que foram eleitos como eliminatórios, no que diz respeito à possibilidade de transitar para a última fase do processo de criação da União Económica e Monetária (UEM).

A presente dissertação pretende ser um contributo para a análise da estratégia de construção da União Monetária proposta pelo Tratado de União Europeia, a qual inclui os critérios de convergência económica. Aspira-se contribuir para uma melhor compreensão da estratégia, das suas limitações e dos fundamentos económicos inerentes a cada critério. A ausência de fundamentos ou a sua insuficiência será considerada, por forma a apresentar uma abordagem crítica aos critérios de convergência. Pretende-se ainda apresentar algumas estratégias de construção da UEM alternativas à estratégia considerada pelo Tratado da UEM.

Para facilitar a leitura e compreensão deste trabalho vai-se proceder ao esclarecimento, nesta introdução, de alguns conceitos chave.

Por União Económica considera-se um mercado único de bens, de serviços, de capital e do trabalho, complementado por

políticas económicas comuns e por uma maior coordenação aos vários níveis.

Em relação à União Monetária considera-se que esta pode apresentar uma de duas formas:

- um sistema de taxas de câmbio fixas, perfeita mobilidade dos capitais e uma coordenação ao nível das políticas económicas;
- uma moeda única.

Ao longo deste trabalho será utilizado o conceito de União Monetária para cada uma destas formas, no entanto será sempre feita uma referência à forma em particular que se está a analisar.

A estrutura deste trabalho é a seguinte:

O primeiro capítulo (Custos e Benefícios da União Monetária) principia com uma síntese da abordagem tradicional da teoria das zonas monetárias óptimas. De seguida, dadas as limitações desta abordagem, apresentamos uma análise dos custos e benefícios de uma união monetária em geral (abordagem alternativa à teoria das zonas monetárias óptimas), considerando que esta é o culminar de um processo de união económica previamente concluído. Vamos expor em primeiro lugar uma análise dos custos e benefícios económicos associados a uma união monetária que implique apenas a fixação das taxas de câmbio e em seguida vamos considerar os benefícios e custos adicionais associados à existência de uma

moeda única. Com este capítulo procura-se ilustrar quais os custos e benefícios que um qualquer país, que deseje fazer parte de uma União Monetária, deverá suportar durante e após o processo de unificação. É ainda apresentado um modelo formal sobre as zonas monetárias óptimas, que proporciona algumas conclusões interessantes, mas que devem ser encaradas com precaução devido às limitações associadas ao carácter simplificador das hipóteses impostas pelo modelo.

O segundo capítulo (O Tratado de Maastricht) constitui o núcleo central da tese. Inicia-se com uma breve apresentação da estratégia de construção da UEM proposta pelo Tratado e das questões afins, nomeadamente os critérios de convergência económica. Prossegue-se com uma crítica fundamentada na teoria económica aos critérios de convergência económica. E finaliza-se com uma breve reflexão sobre se a estratégia formalizada no Tratado da União Europeia conduz de facto à União Monetária. Depois de considerarmos os custos e benefícios de uma união monetária em geral (capítulo I), este capítulo introduz um aspecto específico da UEM na Europa, a necessidade dos Estados membros terem de cumprir os critérios de convergência e seguir uma estratégia específica e bem determinada.

No terceiro capítulo (a transição para a União Monetária na Europa - cenários alternativos) desta dissertação vamos apresentar alguns dos vários caminhos alternativos para a realização da União Monetária no seio da Europa. Este capítulo funciona como o culminar de uma abordagem em que se

procura analisar a estratégia de construção da UEM na Europa e os critérios económicos que lhes estão inerentes.

Na conclusão dá-se relevo à necessidade de encarar as exigências subjacentes ao Tratado de Maastricht com um cuidado particular, dada a ausência quase total de fundamentos que a suportem.

I. - CUSTOS E BENEFÍCIOS DE UMA UNIÃO MONETÁRIA

Este capítulo pretende contribuir para uma análise dos fundamentos económicos que justificam a construção da União Monetária Europeia. Considera-se, nomeadamente, os custos e benefícios inerentes a uma união monetária, concretizando-se, sempre que tal seja pertinente, com alguma evidência empírica.

O sentido, com que vamos apresentar uma síntese da teoria das zonas monetárias óptimas e uma análise dos custos e benefícios inerentes a uma união monetária, é o de inferir sobre qual a influência destes aspectos na estratégia de construção da UEM apresentada pelo Tratado de Maastricht, nomeadamente nos critérios de convergência económica.

A análise custos-benefícios presente neste capítulo resulta da aplicação da "nova" abordagem às questões das zonas monetárias óptimas, no entanto numa primeira parte é apresentada uma breve síntese da abordagem tradicional da teoria das zonas monetárias óptimas.

A origem deste conceito pode ser encontrada na discussão sobre qual o regime cambial óptimo, controvérsia que evoluiu sobre os prós e os contras de um regime de taxas de câmbio fixas versus um regime de taxas de câmbio flexíveis.

A abordagem tradicional à questão das zonas monetárias óptimas define uma zona monetária óptima sem ter em consideração os

limites fronteiriços de um país. Como os países são constituídos por regiões heterogéneas esta abordagem preocupa-se em determinar que regiões beneficiam mais com a adopção de uma moeda comum, podendo mesmo chegar à conclusão que as regiões de determinado país não constituem uma zona monetária óptima. Para proceder a essa avaliação considera-se um único critério: a realização dos objectivos básicos da política económica, pleno emprego, estabilidade dos preços e equilíbrio da balança de pagamentos, no contexto de uma União. Com base nesse critério procura-se isolar a característica económica chave que funciona como a base para a constituição de uma zona monetária unificada. Considerando-se um choque exógeno assimétrico procura-se determinar qual a característica económica que facilita a estabilização económica no contexto de uma União Monetária. A zona monetária é designada de óptima se apresenta essa característica básica, ou seja, é óptima porque permite um ajustamento económico com custos mínimos. Mundell (1961) chega à conclusão de que a característica económica crucial para a determinação de uma zona monetária óptima é a mobilidade dos factores. No entanto, se considerarmos o trabalho de McKinnon (1963) ou Kenen (1969) então os elementos a considerar para a delimitação de uma zona monetária óptima são o grau de abertura da economia e o grau de diversificação da estrutura económica. Esta divergência em relação à característica económica considerada como fundamental para o bom desempenho de uma zona monetária, resulta das diferenças relativamente aos objectivos e às hipóteses. Mais concretamente, o conceito de óptimo resulta da consideração de um dado objectivo a otimizar tendo em conta

um conjunto de hipóteses. Diferentes objectivos e/ou hipóteses podem conduzir a resultados diferentes. Esta abordagem, por muito útil que seja como ponto de referência, considera somente os elementos dominantes e apenas se reporta a um único critério de análise, pelo que se revela insuficiente, daí o aparecimento de uma segunda abordagem.

A abordagem alternativa inicia-se com as economias nacionais, considerando cada país como indivisível. Para além da simples consideração do ajustamento a uma alteração da procura, esta abordagem tem em conta aspectos da moderna teoria económica, como os problemas da inconsistência temporal e credibilidade, entre outros desenvolvimentos. A sua aplicação resulta numa análise dos custos e benefícios de uma União Monetária que passa pela sua enumeração e quantificação.

Mais concretamente a metodologia seguida nos pontos I.2. e I.3. deste capítulo assemelha-se à metodologia seguida no "Marché Unique, Monnaie Unique - Une Evaluation des Avantages et des Coûts Potentiels de la Création d'une Union Economique et Monetaire" (Comission des Communautés Europeénes, 1990) sendo no entanto os objectivos menos vastos e ambiciosos. Dada a inexistência de uma teoria unificada que permita analisar os efeitos da União Monetária através da análise de uma função de bem estar, procede-se à enumeração dos custos e benefícios inerentes à União Monetária recorrendo a vários paradigmas, modelos e conhecimentos da ciência económica.

No subcapítulo I.1 apresenta-se uma breve síntese da abordagem tradicional da teoria das zonas monetárias óptimas. No subcapítulo I.2 pretende-se efectuar uma breve apresentação dos custos e benefícios económicos de uma união monetária, considerando que esta é o culminar de um processo de união económica¹ previamente concluído, admitindo que não se adopta uma moeda única. No ponto I.3 consideram-se os custos e benefícios adicionais inerentes à adopção de uma moeda única. No ponto I.4 procede-se à apresentação de um modelo formal sobre as zonas monetárias óptimas de Bayoumi (1994).

I.1. A teoria das zonas monetárias óptimas - uma síntese

Como já foi referido, a teoria das zonas monetárias óptimas pode ser encarada como um produto da velha discussão sobre qual o sistema cambial mais favorável. Dessa polémica terão resultado dúvidas sobre a virtualidade da adopção de um sistema de câmbios flexíveis e políticas monetárias independentes para todas as nações do mundo. Intimamente relacionada com essa dúvida está a questão a que damos destaque ao longo de todo este capítulo: Qual o espaço apropriado para uma zona monetária ?

A resposta a essa questão pode ser classificada segundo a tipologia proposta por Ishiyama (1975) em duas grandes abordagens:

¹ Por união económica entenda-se um mercado único de bens, serviços, capital e trabalho, complementado por políticas comuns e uma certa coordenação nos vários aspectos económicos (Commission des Communautés Européennes, 1990: 9).

1. A abordagem tradicional, que, como já foi referido, procura determinar qual o elemento económico crucial para a definição geográfica de uma zona monetária óptima;
2. A abordagem alternativa, que procura definir a zona monetária óptima com base numa análise dos custos e benefícios inerentes a uma moeda comum.

Neste ponto vamos debruçarmo-nos exclusivamente sobre a primeira abordagem com base na apresentação das contribuições de Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) e Ingram (1962, 1973).

I.1.1. Mundell - a mobilidade dos factores

O contributo original

Mundell (1961) parte da análise do sistema financeiro internacional e conclui que enquanto se mantiver as taxas de câmbio fixas a par com a rigidez dos preços e salários não é possível aos termos de troca desempenharem o seu papel no processo de ajustamento. Por outro lado a alternativa, ou seja, a adopção de taxas de câmbios flexíveis, levanta uma questão: Será que todos os países devem adoptar taxas de câmbio flexíveis ?

Esta questão é reformulada por ele de modo a tornar-se mais relevante, passando a assumir a seguinte forma: Qual é o espaço apropriado para uma zona monetária ?

Para responder a esta questão, Mundell (1961) adopta um pequeno modelo com base no qual começa por analisar o comportamento de duas entidades (regiões ou países). As hipóteses do modelo são as seguintes:

1. parte-se de uma situação de pleno emprego e equilíbrio da balança de pagamentos;
2. os salários nominais e os preços não podem ser reduzidos no curto prazo sem provocar desemprego;
3. as autoridades monetárias têm como objectivo o combate à inflação.

Neste contexto assume que o equilíbrio é afectado por um desvio da procura dirigida aos produtos da entidade B em favor dos produtos da entidade A. Para examinar esta perturbação do equilíbrio, Mundell (1961) admite duas situações:

1. no primeiro cenário admite que as duas entidades são países, cada um com uma moeda própria. Nesta situação o desvio da procura em favor do país A causa desemprego no país B e tensões inflacionistas no país A. Se for permitido aos preços subirem no país A então isso provocará uma alteração nos termos de troca que será favorável ao país B, reduzindo o esforço deste último em termos do processo de ajustamento. Se, no entanto, o país A se comportar de acordo com a hipótese número 3, então deverá levar a cabo uma política monetária contraccionista cujo objectivo é evitar a subida dos preços. Este comportamento por parte do país A terá como consequência o desvio de todo o esforço de ajustamento para o país B. O país B deverá portanto sujeitar-se a uma

redução do produto e do emprego. Com base nesta análise conclui-se que as políticas dos países com excedentes da balança de pagamentos no sentido de combaterem a inflação tem como principal consequência o surgimento de uma tendência recessiva para a economia mundial, num contexto de taxas de câmbio fixas ou para uma zona monetária com várias moedas;

2. o segundo cenário considera que as entidades atrás referidas são regiões pertencentes a uma economia fechada com uma moeda única. Existe ainda uma simplificação adicional, admite-se que neste caso a política levada a cabo pelas autoridades do país em questão procura assegurar o pleno emprego. Nesta situação a alteração da procura da região B em favor da região A causa desemprego em B e tensões inflacionistas em A. Por outro lado surge um problema de desequilíbrio da balança de pagamentos entre regiões. A correcção desta situação, dada a hipótese em relação ao comportamento das autoridades responsáveis pela política económica, será no sentido de eliminar o desemprego, isto é, as autoridades levarão a cabo uma política monetária expansionista com o objectivo de eliminar o desemprego na região B. No entanto essa reacção tem como consequência imediata o agravamento das tensões inflacionistas na região A. A subida de preços na região A funciona assim como o principal mecanismo através do qual a política monetária pode corrigir a situação de desequilíbrio da balança de pagamento entre regiões, dado que os termos de troca tendem a evoluir no sentido de favorecer a região deficitária - a região B.

Em suma, um país constituído por várias regiões ou uma zona monetária com uma moeda única se procurarem o pleno emprego deverão sofrer um desvio para o surgimento de tensões inflacionistas.

Com base nesta análise Mundell (1961) concluiu que os dois sistemas apresentam desvios que se revelam ineficientes. O primeiro cenário, uma zona monetária com diferentes países tendo cada um uma moeda nacional, conduz a um desvio para o desemprego dos países deficitários devido ao receio que os países com excedente da balança de pagamentos têm da inflação. No segundo cenário, com muitas regiões e uma única moeda, é o receio do desemprego que provoca uma tendência para o surgimento de inflação. Nenhum destes cenários a que corresponde um tipo de zona monetária parece portanto capaz de garantir ao mesmo tempo a ausência de desemprego e a estabilidade dos preços ao nível mundial nem ao nível de uma qualquer zona monetária. Para Mundell (1961) o problema assentava não no tipo do arranjo monetário mas sim na área da zona monetária. O que permite concluir que a zona monetária óptima não é o mundo (Mundell, 1961: 659).

A alternativa será portanto a adopção de várias zonas monetárias mantendo entre si as taxas de câmbio flexíveis. Neste contexto, a ocorrência de um desvio da procura dirigida aos produtos do país B em favor do país A será corrigida pela apreciação da moeda do país A ou depreciação da moeda do país B. Portanto neste caso, totalmente favorável às taxas de câmbio flexíveis, o desequilíbrio da balança de pagamentos

será totalmente solucionado ao mesmo tempo que se atenua o desemprego no país B e as tensões inflacionistas no país A.

No entanto, Mundell (1961) apresenta um outro cenário menos favorável às taxas de câmbio flexíveis. Considere-se que o mundo consiste em dois países, o Canadá e os Estados Unidos, e que cada um destes países apresenta uma moeda nacional. Admita-se ainda que o continente Americano está dividido em duas regiões que não correspondem às fronteiras que separam os países. Temos então a região Este que produz carros e a região Oeste que produz produtos derivados da madeira. O dólar dos E.U.A flutua em relação ao dólar Canadano. Considere-se a ocorrência de um aumento da produtividade na indústria automóvel que tem como impacto um aumento da procura dirigida aos produtos produzidos na região Oeste e um excesso de oferta de carros por parte da região Este. O impacto imediato deste desequilíbrio é o surgimento de desemprego no Este e de tensões inflacionistas no Oeste, a par de um desequilíbrio da balança de pagamentos regional.

Para aliviar a situação de desemprego na região Este as autoridades monetárias de cada um dos países tenderiam a aumentar a oferta de moeda. Pelo contrário, para reduzir as tensões inflacionistas no Oeste, as autoridades monetárias de cada um dos países tenderiam a levar a cabo uma política monetária mais restritiva. O resultado em ambos os países seria o surgimento de uma situação em que é impossível resolver um problema sem ser às custas do agravamento do outro. Mais concretamente, o problema de desemprego que afecta

a região Este apenas poderia ser combatido mediante o incremento das tensões inflacionistas no Oeste. Pelo contrário as tensões inflacionistas no Oeste apenas poderiam ser atenuadas mediante um agravamento do desemprego no Este. Uma solução alternativa é a repartição do custo de ajustamento pelas duas regiões. Em qualquer dos casos as taxas de câmbio flexíveis não corrigem a situação de desequilíbrio, pelo que entre dois países não é necessariamente válido que as taxas de câmbio flexíveis sejam preferíveis.

Segundo Mundell (1961) esta análise não destrói os argumentos a favor das taxas de câmbio flexíveis mas restringe a sua relevância quando se aplica a países. Portanto o argumento pró taxas de câmbio flexíveis deve ser reformulado de forma a considerar zonas monetárias regionais ao invés de zonas monetárias nacionais. Suponha-se por exemplo que o mundo é reorganizado de forma a que a região Este e a região Oeste tenham agora uma moeda regional que venham substituir o dólar Canadano e dos E.U.A.. Neste novo arranjo a manutenção de taxas de câmbio flexíveis entre as duas regiões permitirá responder à situação atrás descrita sem a existência de desemprego ou inflação. De facto a moeda da região Oeste aprecia-se em relação à moeda da região Este assegurando o equilíbrio da balança de pagamentos; por outro lado as autoridades monetárias de cada região adoptam políticas monetárias que asseguram a constância da procura efectiva em termos da moeda regional, o que garante a estabilidade dos preços e emprego.

Em suma, a justificação para a manutenção de taxas de câmbio flexíveis apenas tem fundamento quando se consideram moedas regionais. Por isso mesmo podemos concluir que a zona monetária óptima é a região.

Com base nesta conclusão Mundell (1961) deriva o princípio de que a variável essencial para a definição de uma zona monetária óptima é a mobilidade dos factores. Mais concretamente, quanto maior for a mobilidade dos factores entre dois ou mais países mais vantajosa será a formação de uma zona monetária na medida em que se aproximará mais de uma zona monetária óptima.

No entanto para Mundell (1961) a definição da área óptima para uma zona monetária não deve resultar exclusivamente de uma análise com base na estabilização. A consideração exclusiva do argumento da estabilização conduzirá a uma definição da área para a zona monetária tão pequena quanto possível. No entanto é necessário entrar em linha de conta com a função da moeda enquanto meio de troca, isto é, quanto menor a zona monetária menor o papel da moeda enquanto meio de troca e maiores os custos de conversão. Portanto, ao argumento da estabilização apresenta como contraponto a redução do papel de moeda enquanto meio de troca. Um outro elemento que segundo Mundell (1961) contribui para aumentar a dimensão das zonas monetárias óptimas é a necessidade de ter em consideração a dimensão do mercado de câmbios, pois este não deve ser tão pequeno que permita a um único especulador influenciar o mercado.

Apreciação do contributo de Mundell

No artigo já apresentado Mundell (1961) analisa os problemas de ajustamento decorrentes de um choque de procura e os mecanismos capazes de corrigir essa situação.

Uma outra forma de apresentar o seu contributo consiste em analisarmos o impacto de um choque de procura num modelo de economia aberta, onde a procura agregada e a oferta agregada assumem as suas formas estandardizadas. Considerem-se dois países com as taxas de câmbio fixas entre si. Neste contexto, vamos admitir a ocorrência de um choque de procura, um desvio da procura dirigida a um dos dois países considerados (o país B) em favor da procura dirigida à produção do outro país (o país A). Este choque de procura agregada dá origem a um problema de ajustamento. Mais concretamente, o país B fica sujeito a problemas de desemprego e apresenta uma balança comercial deficitária, enquanto que o país A fica sujeito a tensões inflacionárias e apresenta um excedente da balança de pagamentos.

Para corrigir esta situação existem três mecanismos possíveis:

1. a flexibilidade dos preços, nomeadamente dos salários;
2. a mobilidade dos factores, em particular do factor trabalho;
3. a existência de transferências financeiras que assegurem uma redistribuição regional, no âmbito de um orçamento comum aos dois países.

O primeiro mecanismo implica que os preços e salários do país A sofram uma subida enquanto que deve ocorrer o contrário em relação aos preços e salários do país B. Portanto este mecanismo funciona no sentido de repor o equilíbrio da balança de pagamentos às custas de um aumento da inflação no país A.

O segundo mecanismo permite que os trabalhadores em excesso no país B se desloquem para o país A. Esta evolução repõe o equilíbrio da balança de pagamentos (dado que os trabalhadores desocupados do país B deixam de consumir às custas da segurança social sem produzir) e permite um ajustamento sem necessidade dos preços e salários se alterarem.

O último mecanismo funciona não tanto como um mecanismo de ajustamento mas sim como um mecanismo de financiamento, isto é, as transferências que resultam do país A em favor do país B devem financiar o desequilíbrio existente mas não o corrigem. Assim sendo, este último mecanismo não funciona como elemento de ajustamento, pelo que a sua presença isolada não assegura o ajustamento, este deve ocorrer através de um dos outros dois mecanismos. Este último apenas deve funcionar em paralelo com um dos outros dois, no sentido de atenuar os custos do processo de ajustamento.

Concluindo, na presença de rigidez dos preços o único mecanismo capaz de possibilitar o ajustamento num contexto de uma União Monetária é a mobilidade dos factores, em particular a mobilidade do factor trabalho. No entanto, a existência deste mecanismo de ajustamento não elimina a conveniência da

existência de um mecanismo de transferências automáticas que assegure as transferências financeiras do país A para o país B de molde a atenuar o impacto do choque. Contudo devemos ter sempre presente a ideia de que o mecanismo de transferências não permite o ajustamento, uma vez que apenas financia o desequilíbrio sem o corrigir.

I.1.2. Mc Kinnon - a abertura ao exterior

Seguindo o trabalho de Mundell (1961), Mc Kinnon (1963) procura determinar a dimensão óptima de uma zona monetária com moeda única. Nesse sentido procura explicitar, tal como Mundell (1961), qual o factor económico relevante para a determinação de uma zona monetária óptima. Concretizando, Mc Kinnon (1963) apresenta a ideia de que o carácter óptimo de uma zona monetária depende do grau de abertura da economia ao exterior, isto é, quanto maior o grau de abertura entre um conjunto de países maior será a justificação para a constituição de uma zona monetária entre esses países, pois a zona aproxima-se mais de uma zona monetária óptima.

O conceito de óptimo com que Mc Kinnon (1963) trabalha destina-se a descrever uma zona monetária de moeda única onde a política monetária e fiscal e a flexibilidade das taxas de câmbio podem ser utilizadas por forma a atingir da melhor maneira os seguintes objectivos:

1. a manutenção do pleno emprego;
2. a manutenção do equilíbrio da balança de pagamentos;
3. a manutenção da estabilidade do nível de preços.

Por abertura ao exterior entenda-se o rácio entre bens transaccionáveis e bens não transaccionáveis, conceito em que os bens transaccionáveis consistem nos bens que podem fazer parte do comércio internacional e os bens não transaccionáveis são aqueles que devido aos custos e dificuldades de transporte não podem fazer parte das transacções internacionais. Os bens transaccionáveis, por seu lado, compreendem os bens exportáveis, bens produzidos domesticamente e em parte exportados e os bens importáveis, produzidos domesticamente ou importados. O equilíbrio da balança de pagamentos exige a igualdade entre o total de bens transaccionáveis produzidos e consumidos. O rácio entre bens transaccionáveis e bens não transaccionáveis pode ser aplicado indiscriminadamente ao consumo ou à produção.

Vamos agora considerar o modelo com base no qual Mc Kinnon (1963) apresenta a sua linha de raciocínio. Consideremos como ponto de partida um mundo constituído por duas zonas monetárias, cada uma com uma moeda única. A zona mais ampla será o exterior e a outra (de dimensão significativamente inferior) será a zona monetária doméstica. O objectivo é determinar se esta última deve manter taxas de câmbio flexíveis com o resto do mundo.

As hipóteses do modelo são as seguintes (as duas últimas apenas implícitas na análise do autor):

1. a área da zona monetária em análise é suficientemente pequena para se poder assumir que os preços dos bens

transaccionáveis em termos da moeda externa não são influenciados pelas taxas de câmbio domésticas ou pelos preços domésticos;

2. as situações de desequilíbrio resultam de alterações nas condições microeconómicas da procura e oferta;
3. admite-se que os preços no resto do mundo permanecem estáveis.

Tendo em atenção estas hipóteses explícitas e implícitas Mc Kinnon (1963) analisa dois casos e chega às seguintes conclusões:

1. uma pequena zona monetária com um elevado grau de abertura torna complicada a utilização de taxas de câmbio flexíveis;
2. as dificuldades subjacentes à utilização das taxas de câmbio flexíveis resultam de dois aspectos inerentes às pequenas zonas monetárias muito abertas, nomeadamente a ausência de ilusão monetária por parte dos agentes económicos e a dificuldade de conciliar as políticas de gestão da procura com a estabilidade dos preços:

- a. a ausência de ilusão monetária - numa economia pequena, em que a fracção dos produtos importados assume grande importância, o impacto das variações da taxa de câmbio nos preços torna-se patente, o que leva os agentes a exigir a alteração dos salários apenas com base num índice de preços que inclua as importações. A consequência deste facto é que as alterações da taxa de câmbio tornam-se ineficazes dado que apenas conduzem a um aumento proporcional

dos preços não contribuindo portanto para corrigir o desequilíbrio da balança de pagamentos;

b. a instabilidade dos preços - o outro aspecto que condiciona a utilização das taxas de câmbio flexíveis como elemento corrector dos desequilíbrios da balança de pagamentos numa pequena economia e aberta ao exterior é a instabilidade dos preços associada a essa política. Mais concretamente, a utilização da taxa de câmbio para corrigir situações de défice da balança de pagamentos conduz a uma maior instabilidade do índice de preços, pelo que se se pretender assegurar a estabilidade dos preços é necessário reduzir o preço dos bens não transaccionáveis e portanto levar a cabo uma política económica cujo resultado é provocar uma redução da procura e desemprego, e quanto maior for o grau de abertura mais severa a contracção exigida;

3. em suma, quanto maior o grau de abertura entre um conjunto de países maior será a justificação para a constituição de uma zona monetária entre esses países.

I.1.3. Kenen - a diversificação da produção

Kenen (1969) procura responder à seguinte questão: Qual o regime cambial preferível? ou colocada de outra forma; Quando é que manter as taxas de câmbio fixas é melhor que manter a flexibilidade cambial e vice versa?

Para responder a esta questão Kenen (1969) adopta uma abordagem idêntica à proposta por Mundell (1961), mas discorda da característica económica proposta por Mundell (1961).

Segundo Kenen (1969) o factor económico crucial para a determinação da zona monetária óptima é o número de produtos produzidos por determinado país. Assim é porque quanto maior a diversificação da produção maior a diversificação das exportações. A existência de inúmeras exportações permite, mediante a consideração da lei dos grandes números, minimizar a ocorrência de choques que afectem o equilíbrio externo. A minimização desses choques dá-se porque uma grande variedade de exportações assegura uma certa neutralização dos choques pelo facto de estes se anularem (uns produtos são afectados positivamente e outros negativamente, anulando-se os efeitos). Por outro lado num país mais diversificado o impacto de um dado choque será menos significativo (pois o país tem várias exportações não dependendo apenas dos produtos afectados) reduzindo-se assim a necessidade de utilizar a taxa de câmbio enquanto mecanismo corrector do desequilíbrio resultante.

Países com estruturas produtivas pouco diversificadas apresentam um comércio externo muito dependente de alguns produtos, pelo que estão mais sujeitos a choques e estes são mais intensos, desincentivando o abandono da taxa de câmbio enquanto mecanismo corrector de desequilíbrios externos.

Em suma, quanto mais diversificada uma economia mais apropriada será a adopção de taxas de câmbio fixas.

Reformulando, quando mais diversificada a estrutura produtiva de determinado país mais capaz este será de constituir uma zona monetária óptima com outros países.

I.1.4. Ingram - a integração financeira

Ingram (1962, 1973) apesar de não apresentar nenhum trabalho sobre a teoria das zonas monetárias óptimas, elaborou um conjunto de artigos sobre a balança de pagamentos que permitem extrapolar uma regra para a definição de uma zona monetária óptima.

Nomeadamente, Ingram (1962) realça o papel da integração financeira enquanto elemento crucial para a definição de uma zona monetária óptima. Mais concretamente, a integração dos mercados financeiros através da total eliminação das restrições à circulação dos capitais permite eliminar os diferenciais entre as taxas de juro e desse modo a variação das taxas de câmbio. Assim, uma maior integração financeira atenua a necessidade de taxas de câmbio flexíveis. No entanto, não interessa apenas uma maior integração dos mercados num horizonte temporal de curto prazo, Ingram (1962) dá particular relevo à integração no que diz respeito aos mercados financeiros de títulos de longo prazo, pois segundo o autor a principal fonte de instabilidade da balança de pagamentos resulta da ausência de integração dos mercados financeiros cujo horizonte temporal de investimento seja o longo prazo.

I.1.5. As similaridades entre taxas de inflação

Segundo Haberler (1970), Fleming (1971) e Magnifico (1974) o desequilíbrio da balança de pagamentos entre regiões ou países deve-se a diferenças estruturais, a divergências no comportamento dos agentes económicos (em particular dos sindicatos) e a diferenças na condução da política económica (política monetária em particular), que aparecem sintetizadas num único indicador, o diferencial entre taxas de inflação.

À luz dessa ideia avançam com um outro elemento crucial para a determinação de uma zona monetária, o diferencial entre as taxas de inflação. Concretizando, quanto menores os diferenciais entre taxas de inflação de um conjunto de países ou regiões maior a probabilidade de constituírem uma zona monetária óptima. Em suma, quanto maior for a similaridade entre as taxas de inflação de dois países mais apropriada será a adopção de taxas de câmbio fixas entre si. Como poderemos constatar posteriormente, este é o único elemento da abordagem tradicional da teoria das zonas monetárias óptimas adoptado pelo Tratado de União Europeia como critério de convergência.

I.1.6. Outros elementos

Os elementos económicos cruciais para a definição geográfica de uma zona monetária óptima não se limitam aos já referidos, existindo ainda vários economistas que propuseram outros critérios que no entanto não iremos aqui analisar dado que não se pretende apresentar um "survey" exaustivo da teoria das

zonas monetárias ótimas mas e apenas apresentar uma síntese que englobe alguns dos seus autores mais relevantes. De entre esses outros critérios é de referir ainda o grau de integração de política económica proposto por Haberler (1970), Ingram (1969) e Tower e Willet (1970)².

I.1.7. Uma síntese

Com base na apresentação desta síntese da teoria das zonas monetárias ótimas podemos isolar um conjunto de elementos chave que, se se verificarem em simultâneo, facilitam a construção de uma zona monetária entre vários países. Mais concretamente, se os países apresentarem estruturas produtivas diversificadas, a mobilidade de factores entre eles for elevada, as taxas de inflação forem semelhantes, apresentarem um elevado grau de abertura ao exterior (principalmente entre si) e se os níveis de produtividade forem semelhantes (afim de evitar fenómenos inflacionários devido a um fenómeno de "catching up" dos salários), então é de admitir que os custos inerentes à construção de uma União Monetária sejam reduzidos tornando-se mais fácil e adequado esse passo.

Extrapolando para o caso da União Europeia. Se os doze Estados membros da União Europeia não apresentarem estes mesmos elementos económicos chave, então não constituem uma zona monetária óptima e os custos de construção da UEM são elevados.

² Para um "survey" ver Ishiyama (1975), Narassinguin (1992) e Rapaz (1992: 91-165).

I.2. Uma União Monetária sem moeda única

Vamos proceder a uma apresentação e análise dos custos e benefícios associados a uma União Monetária onde apenas se pretenda fixar de forma irrevogável as taxas de câmbio. Desta forma ignoram-se os custos e benefícios adicionais inerentes à adopção de uma moeda única para a União como um todo.

I.2.1. Custos associados à fixação irrevogável da taxa de câmbio

No que diz respeito aos custos associados à fixação irrevogável da taxa de câmbio estes são essencialmente de carácter macroeconómico e têm a ver com a perda da política monetária e em particular da taxa de câmbio³, com os custos de transição e com a perda das receitas de senhoriagem.

I.2.1.1. A perda da taxa de câmbio e da política monetária

Com a fixação irrevogável das taxas de câmbio os países perdem a possibilidade de utilizar a política monetária enquanto política económica nacional e, mais importante, abdicam da possibilidade de utilizarem a taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento. A dimensão deste custo depende essencialmente da necessidade e eficácia deste instrumento que se perspectiva no futuro. Mais concretamente, segundo Gros e Thygesen (1992:

³ Cf. De Grauwe (1992a); Gros e Thygesen (1992) e Commission des Communautés Européennes (1990).

234-240), são quatro os aspectos que permitem aferir sobre a importância da taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento⁴:

- a) a dimensão e a natureza dos choques que afectam os países;
- b) o grau de flexibilidade dos preços e salários;
- c) o grau de mobilidade do factor trabalho;
- d) e a possibilidade do ajustamento vir a ser suportado por outras políticas, em particular pela política orçamental.

I.2.1.1.1. A dimensão e natureza dos choques

Num mundo sem assimetrias onde todos os países estivessem sujeitos às mesmas condições iniciais e aos mesmos acontecimentos não antecipados (choques) não seria necessário alterar a taxa de câmbio. No entanto, tal não acontece no mundo real, pelo que é necessário determinar em que medida uma união monetária vai aumentar ou diminuir essas assimetrias. Uma forma de aferir sobre as assimetrias consiste em analisar a dimensão e a natureza dos choques que afectam os países.

⁴ Gros e Thygesen (1992: 242-247) para além destes quatro aspectos apresentam e examinam alguns argumentos mais específicos a favor da manutenção da taxa de câmbio enquanto instrumento de política monetária no caso concreto da Europa. A taxa de câmbio pode ser utilizada como instrumento de política económica:

- a) para acomodar as diferenças residuais mas cumulativas entre as taxas de inflação nacionais;
- b) para modificar a taxa de câmbio real e deste modo permitir o ajustamento da balança de transacções correntes;
- c) para acomodar alterações de carteira ao nível internacional que afectem os diferentes Estados membros de forma diferenciada;
- d) para permitir a alguns participantes a utilização da inflação como fonte de receitas para o Estado.

No que diz respeito à natureza dos choques que afectam a economia podemos distinguir entre dois tipos:

- a) os choques simétricos, que são assim designados porque afectam todos os países de forma idêntica (ou seja têm consequências simétricas para todos os países da união). Neste caso os países pertencentes à união podem responder simetricamente, não existindo a necessidade e justificação para a utilização da taxa de câmbio enquanto mecanismo de ajustamento (Eichengreen, 1990: 11);
- b) e os choques assimétricos, que afectam de diferentes formas os vários países (que podem ser simétricos na sua origem mas produzir consequências distintas para cada país devido a diferentes situações iniciais), e por isso mesmo implicam a necessidade de um certo ajustamento por parte dos países afectados. Esse ajustamento pode ser efectuado com o recurso à taxa de câmbio⁵ (Eichengreen, 1990: 11).

Para a análise deste problema o que são de facto relevantes são os choques externos, em particular os choques externos à União Europeia. Assim é, devido a dois aspectos, a saber:

- a) dada a exigência em termos de convergência e disciplina económica inerente ao processo de convergência para uma União Monetária em geral e muito em particular no caso da União Monetária na Europa, é de esperar os choques internos não sejam relevantes, isto é, dada a disciplina imposta pelo

⁵ De Grauwe (1992a) ao apresentar uma breve retrospectiva da teoria de Mundell demonstra de forma clara a capacidade da taxa de câmbio enquanto mecanismo facilitador do ajustamento de um país a um choque nacional negativo.

processo é de esperar que os choques com origem nos países pertencentes à União sejam mínimos;

- b) a teoria económica, no que diz respeito à escolha dos regimes cambiais, considera que as taxas de câmbio flexíveis são mais eficientes do que as taxas de câmbio fixas a absorver choques com origem externa. No entanto, não devem ser utilizadas para responder a choques internos, na medida em que nesse caso a sua utilização não seria uma medida económica eficiente pois apenas se estaria a acomodar uma situação que deveria ter sido evitada através de uma maior disciplina económica.

Esta questão da origem dos choques será aprofundada mais à frente ainda neste ponto do capítulo I.

Em relação à natureza dos choques é ainda necessário determinar se os choques afectam um país ou uma indústria.

No que diz respeito aos choques que afectam um só país, tratando-se de choques assimétricos por definição, justificam a necessidade de um ajustamento económico que se pode processar com menores custos através do recurso à taxa de câmbio (Frenkel e Goldstein, 1991:361)⁶.

Por outro lado os choques específicos a uma indústria são essencialmente choques de carácter regional, ou seja, afectam apenas regiões onde existe uma elevada concentração da

⁶ Cf. De Grauwe (1992a).

indústria atingida. Considerando cada país como uma carteira bem diversificada de regiões (Gros e Thygesen, 1992: 236), então estes choques específicos a determinada indústria acabam por não afectar nenhum país em especial na medida em que os choques se tendem a anular, pelo que a sua ocorrência não é uma justificação para o recurso à taxa de câmbio enquanto mecanismo de ajustamento.

Em suma, apenas a ocorrência de choques assimétricos fornece uma justificação plausível para a utilização da taxa de câmbio pelo que os custos da perda deste instrumento serão tanto menores quanto menor a ocorrência de choques assimétricos (dos quais se destacam os específicos a um país). Por exemplo, a teoria das zonas monetárias óptimas⁷ confere um papel significativo à taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento na medida em que dedica pouca atenção à natureza dos choques, centrando-se apenas no processo de ajustamento necessário (após a ocorrência de uma deslocação da curva da procura⁸ de um dos países devida a um qualquer choque específico a esse país).

Para decidir sobre a necessidade ou não da taxa de câmbio enquanto instrumento de política monetária indispensável para o ajustamento económico é necessário recorrer à evidência empírica para determinar qual a natureza dos choques. Um trabalho empírico⁹ que nos permite obter algumas respostas

⁷ Teoria que assenta na ideia de que cada país produz um único produto distinto e com diferentes intensidades capital/trabalho (Gros e Thygesen, 1992: 236).

⁸ Este facto pode ser observado na exposição da teoria de Mundell (1961) in De Grauwe (1992a: Cap.1).

⁹ Cf. ainda Commission des Communautés Européennes (1990: Cap. 6 e anexo E) e Fitoussi et al. (1993).

sobre o assunto em discussão é o estudo levado a cabo por De Grauwe e Vanhaverbeke (1991). Estes dois autores procuraram responder à seguinte questão "Is Europe an optimum currency area?", mais concretamente procuraram determinar se é válido para a Europa o seguinte postulado da teoria das zonas monetárias óptimas: o processo de ajustamento numa zona monetária óptima faz-se essencialmente através da mobilidade do factor trabalho enquanto que o ajustamento entre países com moeda própria se faz basicamente com recurso à taxa de câmbio real.

De entre as principais conclusões a que chegam, a mais pertinente para esta apresentação é a seguinte:

- não existe qualquer evidência de que os choques assimétricos tenham maior preponderância ao nível nacional do que ao nível regional. Bem pelo contrário, é de admitir que os choques regionais sejam mais frequentes do que os nacionais. Este pressuposto é confirmado pela maior divergência em termos de taxas de crescimento e de desemprego ao nível regional (entre regiões de um mesmo país) quando em comparação com as diferenças entre países.

Esta conclusão, se interpretada de uma maneira optimista, permite avançar com a seguinte ideia: os choques assimétricos ocorrem com pouca frequência pelo que o custo associado à perda da taxa de câmbio será pouco significativo, pelo menos para o caso concreto da UEM. Se no entanto considerarmos que cada país é uma união monetária (uma união de várias regiões

onde a divergência é maior do que entre países) então é possível interpretar os dados no sentido de que no contexto de uma união entre países os choques são mais significativos do que fora da união, pelo que a integração económica ao invés de reduzir a intensidade e frequência dos choques tenderá a funcionar exactamente no sentido oposto (De Grauwe e Vanhaverbeke, 1991: 17).

Uma interpretação mais optimista parece ser justificada por três aspectos associados a uma união monetária em geral e à UEM em particular, que permitem formular expectativas no sentido de uma redução da probabilidade de ocorrência de choques assimétricos:

- a) a integração resultante de uma União Económica prévia (no caso Europeu a concretização do mercado único) e o reforço dessa integração com a União Monetária conduz a modificações estruturais na indústria, no sentido de reforçar as trocas intra-industriais entre os Estados membros que tornam menos provável a ocorrência de choques específicos a um determinado país (Commission des Communautés Européennes, 1990);
- b) uma união monetária credível altera as expectativas e comportamentos dos agentes no sentido de atenuar os choques internos¹⁰ (Commission des Communautés Européennes, 1990; Gros e Thygesen, 1992: 236);

¹⁰ Por exemplo, os sindicatos depois de um país entrar para uma união monetária estariam condicionados nas suas reivindicações de aumentos salariais na medida em que subidas excessivas teriam consequências dramáticas sobre a economia dada a impossibilidade do governo recorrer à taxa de câmbio para recuperar competitividade, tornando assim menos provável a ocorrência deste choque (Gros e Thygesen, 1992: 236).

c) a união monetária suprime um conjunto de choques específicos a certos países, entre eles os que têm origem nos movimentos da taxa de câmbio e ausência de coordenação das políticas monetárias (Commission des Communautés Européennes, 1990).

No entanto essa interpretação não está isenta de problemas dado que o primeiro destes três aspectos é alvo de forte contestação. Certos autores não preconizam como provável a existência de uma relação causal entre a maior integração e a menor ocorrência de choques específicos, dando antes relevo aos efeitos negativos de uma maior integração económica na estrutura industrial das regiões e à consequente intensificação dos choques de natureza assimétrica. Considere-se neste aspecto o trabalho de Krugman (1993).

Krugman (1993) constrói toda a sua argumentação com base no seguinte pressuposto: o mercado interno e a UEM vão em conjunto dar origem a uma série de efeitos, que por seu lado vão reforçar as condições propícias à ocorrência de crises regionais como as que caracterizam os Estados Unidos da América (EUA), de entre as quais a crise que afectou New England constitui um bom exemplo. Mais concretamente, o incremento da integração económica resultante da evolução da UEM e do mercado único favorece a especialização regional. Esta última por seu lado produz uma maior instabilidade nas exportações regionais, na medida em que a maior especialização acentua a vulnerabilidade das exportações às alterações tecnológicas e às alterações das preferências. A instabilidade

das exportações regionais é ainda reforçada pela maior mobilidade de factores (devido aos movimentos de capitais pró-cíclicos) resultante dos avanços na união. Por outro lado a mobilidade acrescida dos capitais deverá ainda dar origem a um incremento da divergência entre as taxas de crescimento de longo prazo das várias regiões.

Consideremos então o referencial teórico no qual assenta a fundamentação da última afirmação. Admita-se a existência de uma indústria perfeitamente competitiva que pode funcionar em qualquer uma das duas localizações possíveis, a localização A ou a localização B. Em cada uma dessas localizações existe uma procura local que é rígida em relação aos preços, o que permite considerar que o "output" total da indústria é constante. A indústria em questão está sujeita a certas economias de escala específicas associadas a uma determinada localização, pelo que para cada localização existe uma curva de oferta distinta que pode ser traçada no referencial quantidades - custos (custos no eixo das ordenadas e as quantidades no eixo das abcissas). Vamos admitir ainda que cada localização corresponde a uma região distinta. Se partirmos de uma situação em que as quantidades que resultam na autosuficiência de cada região implicam um excesso dos custos na região A em relação aos custos na região B, então qual será o resultado dessa situação em termos de equilíbrio? A manutenção dessa distribuição enquanto equilíbrio estável ou a concentração da indústria na região de menores custos - região B?

Na verdade, o resultado final depende dos custos de transacção, isto é, se os custos de transacção entre regiões exceder o diferencial entre os custos de produção da região A e B então não existe qualquer razão para ocorrer a concentração da indústria, pelo que a situação inerente à dispersão geográfica é uma posição de equilíbrio estável. Admitindo que nos encontramos numa posição de equilíbrio como a descrita atrás, se, por qualquer motivo, por exemplo devido à concretização de uma união entre as duas regiões, os custos de transacção forem reduzidos então estão criadas as condições ideais para que os menores custos associados à região B possam engendrar um efeito cumulativo de expansão da indústria nessa região e contracção na região A. Ou seja, uma pequena redução dos custos de transacção entre duas regiões pode ser suficiente para dar origem a um processo cumulativo de vantagens para a região de menores custos, que a prazo conduza à concentração da indústria numa única região, levando assim a uma crescente especialização entre regiões e a uma maior divergência relativamente à estrutura industrial das várias regiões afectadas.

Conforme o exposto, o incremento da integração é sinónimo de maior especialização e de maior amplitude em termos de estrutura industrial. No entanto toda esta análise afigura-se demasiado simplista pois não tem em consideração um dos aspectos essenciais da maior integração dos mercados, a possibilidade de uma empresa obter economias de escala que não estão necessariamente localizadas.

Considere-se uma indústria constituída por várias empresas, as quais vendem uma proporção da sua produção total (X) para o mercado final $(1-a)X$ ficando o restante (aX) para consumo intermédio das outras empresas. Os consumidores finais mais uma vez encontram-se em duas localizações A e B, apresentando em ambos os mercados um montante de procura final igual. Em relação aos custos e preços, admite-se as seguintes hipóteses simplificadoras (Krugman, 1993: 246):

- a) o preço cobrado pelas empresas (P) é independente dos custos de transacção;
- b) os custos de produção detêm uma parte fixa (inerente a cada unidade de produção) e outra variável ($F + cX$);
- c) os custos de transacção são uma fracção t por unidade.

As empresas decidem sobre a sua localização com base na minimização dos custos. Sendo assim, a concentração geográfica da indústria apenas será o resultado de equilíbrio se os custos inerentes à abertura de uma nova unidade de produção superarem os custos de transacção (transporte) - $F > t(1-a)X/2$. Isto é, só se as empresas tiverem vantagem em instalar uma unidade de produção na outra localização, o que apenas acontece quando $F < t(1-a)X/2$, é que não ocorrerá a concentração geográfica da indústria. Como facilmente se pode observar pela análise da condição de equilíbrio, qualquer redução dos custos de transacção (redução de t) torna mais provável a concentração geográfica da indústria numa única localização. Portanto, o incremento da integração dos mercados é um factor que, ao reduzir os custos de transacção, torna mais provável a concentração da indústria mesmo quando as

economias de escala não estão à partida localizadas. Ou seja, confirma-se em certa medida a possibilidade da integração levar a mais choques assimétricos e não a menos (Krugman, 1993: 247).

Vamos proceder à análise de outro trabalho empírico que procura determinar os problemas relacionados com os choques sobre a economia inerentes a uma união monetária, em particular em relação à UEM. A vantagem deste estudo é permitir a determinação da dimensão dos choques sobre a economia.

Bayoumi e Eichengreen (1993) levaram a cabo um estudo sobre os choques que afectam oito regiões dos EUA e onze dos países da União Europeia, tendo como referência outros onze países da OCDE. Os dados considerados por este trabalho dizem respeito às taxas de crescimento do produto e às taxas de inflação. A sua metodologia constitui uma abordagem alternativa aos vários trabalhos até agora efectuados nesta área e em particular em relação aos trabalhos aqui já referenciados e analisados. O seu carácter inovador revela-se em toda a sua plenitude na possibilidade do estudo fornecer informação suficiente para distinguir entre os choques propriamente ditos e as respostas a esses choques. Vamos então passar a apresentar esta metodologia.

O ponto de partida é o modelo da procura e oferta agregadas. A procura agregada é representada no referencial preços-produto por uma curva de inclinação negativa, devido à consideração de

que uma variação positiva dos preços reduz a oferta de moeda conduzindo a uma redução do produto de equilíbrio procurado na economia. A curva de oferta agregada de curto prazo tem inclinação positiva, reflectindo a existência de uma certa rigidez dos salários às variações dos preços. No longo prazo admite-se que as variações dos preços acabam por ter um impacto total sobre os salários pelo que a curva de oferta de longo prazo é representada por uma recta vertical.

Um choque de procura positivo conduz a um deslocamento da curva de procura para cima conduzindo no curto prazo a um nível de produto superior e a um acréscimo do nível de preços. No longo prazo faz-se sentir o impacto do aumento dos preços nos salários pelo que o resultado de equilíbrio de curto prazo dá lugar a um equilíbrio de longo prazo em que o nível do produto volta ao ponto de partida mas os preços aumentam ainda mais. Em suma, um choque de procura positivo tem um efeito temporário sobre o produto e um efeito permanente sobre os preços.

Consideremos agora um choque de oferta positivo. O impacto faz-se sentir nas curvas de oferta de curto e longo prazo que se deslocam para baixo e para a direita, respectivamente. No curto prazo o equilíbrio será dado por uma diminuição dos preços e aumento do produto. Com o passar do tempo esse impacto é reforçado, pelo que o equilíbrio de longo prazo é verificado num nível de produto superior e de preços inferior não apenas em relação à situação inicial mas também em relação ao equilíbrio de curto prazo. Em suma, o choque de oferta

positivo tem um impacto permanente no nível de preços e no nível do produto.

Este modelo é estimado pelos autores com o recurso a um método de decomposição dos choques que afectam uma variável usando um "vector auto-regression" (VAR).

Procede-se agora à exposição das principais conclusões que é possível retirar com base neste trabalho, pondo em evidência os resultados que suportam cada conclusão.

A observação dos coeficientes de correlação entre os choques (de oferta e procura) na Alemanha e os choques nos outros países da União e ainda dos coeficientes de correlação entre os choques de Mid-East e as restantes regiões dos EUA, permitiu-lhes chegar às seguintes conclusões:

- i) os choques de procura e oferta nos EUA apresentam uma maior correlação do que na União Europeia;
- ii) é possível distinguir na União Europeia e nos EUA dois grandes grupos, um grupo central e outro periférico. O primeiro apresenta uma maior correlação e portanto uma maior simetria em relação aos choques;
- iii) uma análise em termos temporais das correlações no seio da União Europeia não permite pensar numa convergência neste aspecto ao longo do tempo.

Afim de determinar qual a dimensão dos choques, o mesmo trabalho apresenta o desvio padrão dos choques de procura e dos choques de oferta. As conclusões são as seguintes:

- i) a sugestão da existência de dois grupos no seio da União Europeia e dos EUA confirma-se também em relação à dimensão dos choques;
- ii) os EUA apresentam choques de oferta nitidamente inferiores aos da União Europeia;
- iii) em relação aos choques de procura os verificados na União Europeia apresentam uma dimensão um pouco inferior aos verificados nos EUA.

Este último aspecto é da máxima importância e pode ser o resultado da maior especialização da produção industrial nos EUA. Tal facto permite pensar que com a obtenção do mercado interno e os passos para a União Monetária na Europa deverá constatar que os choques de procura se intensificam devido ao incremento da especialização industrial entre países da união. Aspecto que já foi referido atrás quando analisámos algumas referências teóricas sobre o incremento da especialização devida à União Monetária e que de certo modo parecem ser confirmadas por este resultado.

Um outro aspecto analisado neste trabalho é a velocidade de ajustamento dos Estados em relação aos choques. Nessa área a evidência aponta para uma maior rapidez de ajustamento por parte dos EUA em relação à União Europeia, apesar de não ter em conta a taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento. Tal facto parece reflectir uma elevada mobilidade dos factores de produção nos EUA.

As implicações deste trabalho são basicamente as seguintes (Bayoumi e Eichengreen, 1993: 223):

- a) a maior dimensão dos choques de oferta na União Europeia pode levantar sérios problemas, elevando os custos de ajustamento associados à perda da independência da política monetária e à consequente perda da taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento;
- b) a menor velocidade de ajustamento da União Europeia em relação aos EUA permitem pensar em dificuldades acrescidas, o que de certo modo reforça as preocupações já referidas.

Por outro lado, toda a evidência empírica analisada permite-nos pensar que a incidência e natureza dos choques pode ser significativamente alterada com o processo de integração associado ao mercado interno e à UEM. Mais concretamente, a situação da União Europeia deverá aproximar-se da verificada nos EUA, pelo que se perspectivam as seguintes linhas de evolução (Bayoumi e Eichengreen, 1993: 224):

- a) com a integração económica da União Europeia é admissível que a estrutura dos mercados nos vários países se aproxime dando origem, tal como se verificou nos EUA, a uma redução da dimensão dos choques de oferta e a um aumento da similaridade desses choques;
- b) por outro lado é igualmente de admitir que a velocidade de ajustamento aos choques seja incrementada como resultado de um aumento da mobilidade dos factores;

c) no que diz respeito aos choques de procura é de admitir, tendo presente a referência dos EUA, que estes sejam incrementados e menos correlacionados devido ao provável aumento da especialização regional no seio da União Europeia.

Como se pode constatar, a maior integração irá dar origem a dois processos distintos que funcionam de forma assimétrica. As alterações do lado da oferta irão contribuir para reduzir os custos de ajustamento, enquanto que as alterações do lado da procura deverão conduzir ao incremento das dificuldades de ajustamento inerentes à UEM. O que fica sem resposta é se estas alterações consideradas globalmente contribuem para reduzir os custos de ajustamento de uma união (neste caso concreto da UEM) ou se pelo contrário elevam esses custos.

Um outro estudo de Bayoumi (1992) sobre a natureza dos choques que afectam alguns países da União Europeia (Alemanha, França, Itália e Reino Unido) em comparação com um conjunto de países que não pertencem à UEM (EUA, Canadá e Japão), confirma algumas das conclusões atrás referidas. Apresentando uma metodologia idêntica ao trabalho de Bayoumi e Eichengreen (1993), este estudo procurou explorar dois aspectos relacionados com a transacção para a UEM, a saber:

- a) o grau de simetria dos choques que afectam os Estados que fazem parte do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME);
- b) o impacto do MTC na coordenação de políticas económicas entre Estados.

De entre as principais conclusões, são de destacar as seguintes:

- i) a elevada correlação dos choques entre os países da União Europeia analisados constitui mais um elemento a favor do estudo de Bayoumi e Eichengreen (1993), confirmando a ideia de que existe de facto um grupo central com correlações bastante significativas entre choques (que já existiam mesmo antes do MTC do SME);
- ii) o MTC e todo o processo de integração no sentido da UEM parece não ter tido um efeito de aumentar as correlações entre os países da União Europeia no que diz respeito aos choques;
- iii) pelo contrário, a resposta aos choques aparenta ter sido alvo de alterações devido ao MTC, no sentido da resposta se ter tornado mais semelhante entre os países e mais lenta.

Como acabámos de constatar, um dos aspectos centrais para a determinação dos custos inerentes à perda da taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento consiste em determinar se os choques são maioritariamente assimétricos ou simétricos, e qual a evolução do padrão ao longo do processo de convergência para a União Monetária e após a construção da União Monetária. Outro aspecto igualmente importante e também já analisado é saber se os choques são temporários ou permanentes e qual a evolução prevista também em relação a este aspecto.

Para esta problemática surge ainda como relevante a consideração da origem dos choques, mais concretamente se são essencialmente choques monetários ou reais e se têm origem física no exterior ou se são de origem doméstica. Por isso mesmo vamos agora proceder à consideração deste último aspecto tendo por referência um artigo de Marston (1984) sobre o impacto de choques reais e monetários no que diz respeito à escolha entre um arranjo monetário com taxas de câmbio flexíveis e uma "pseudo união monetária" que, segundo Corden (1972), se refere a um arranjo monetário no qual se fixa as taxas de câmbio entre membros mas no qual cada país mantém o seu próprio banco central e detêm o controle sobre a política monetária nacional.

Desde já alerto para o seguinte facto, esta análise é efectuada tendo por base a consideração de um cenário ligeiramente distinto daquele que considerámos como referência, isto é, o cenário por nós definido consiste numa união monetária sem moeda única mas em que para além da fixação das taxas de câmbio de forma irrevogável se considera a existência de perfeita mobilidade dos capitais e uma certa coordenação ao nível das políticas económicas. O cenário analisado no artigo de Marston (1984), diz apenas respeito a uma "pseudo união monetária" tal como foi definida por Corden (1972).

Outro elemento a ter em conta é o papel que se pode atribuir às conclusões retiradas da análise que iremos apresentar. A análise e as conclusões dependem de um modelo que procura

formalizar a escolha entre dois regimes cambiais (taxas de câmbio fixas versus taxas de câmbio flexíveis) e que, na tradição dos trabalhos sobre essa problemática, apenas considera um critério com base no qual se deverá decidir sobre qual o regime cambial preferível. O critério em causa é a estabilização do produto em relação a choques com várias origens. Face a este aspecto esta análise surge incompleta, no sentido de que apenas se considera uma vertente de um problema mais vasto, e portanto todas as conclusões estão limitadas à simplificação em questão.

Para prosseguirmos o estudo deste aspecto (a origem dos choques) é indispensável apresentar o modelo de Marston (1984), com base no qual vamos apresentar as conclusões. O modelo considera que o Mundo é constituído por três países, o país 1, 2 e 3. O país 1 é uma pequena economia que tem ligações económicas com os outros dois países. O país 2 é o possível parceiro para uma "pseudo união monetária", enquanto que o país 3 representa o resto do mundo.

A hipótese de que o país 1 é uma pequena economia é o garante de que este não influencia as condições dos restantes países; pelo contrário a economia do país 1 é afectada pelos dois países externos através dos preços, do produto e das taxas de juro.

Neste contexto existem três taxas de câmbio: o preço da moeda 3 (do país 3) na moeda 1 (do país 1) - a taxa de câmbio X^1 , o preço da moeda 3 na moeda 2 (do país 2) - a taxa de câmbio X^2



e o preço da moeda 2 na moeda 1 - a taxa de câmbio X^{12} . A taxa de câmbio X^2 é determinada exogenamente e as restantes por arbitragem triangular.

Para a análise dos choques com origem interna basta considerar o modelo para o país 1 sem necessidade de recorrer ao modelo para os dois países do exterior. No entanto a introdução de choques com origem no exterior implica a necessidade de ter em consideração o modelo para o país 2 e 3.

O modelo é do tipo Mundell-Fleming em que se admite a paridade coberta das taxas de juro e ao qual é adicionado o lado da oferta. A função de oferta reage aos preços e é derivada de uma função de produção Cobb-Douglas, de uma condição de equilíbrio no mercado de trabalho e de uma equação que especifica o grau de indexação dos salários. Se não existir indexação salarial somente os desvios em relação às expectativas sobre os preços dos produtos domésticos e os preços realmente verificados é que determinam a oferta de produtos domésticos. Com indexação também os desvios em relação às expectativas sobre o índice geral de preços (média ponderada dos preços dos bens dos três países na moeda 1) e os valores verificados têm um impacto sobre a oferta de bens domésticos. Se a indexação for total então uma variação igual dos preços domésticos e do índice de preços deixa inalterada a oferta, enquanto que com uma indexação parcial o produto é afectado dado que se verifica uma redução dos salários.

A oferta de moeda depende do regime cambial. Num regime de taxas de câmbio flexíveis a oferta é determinada exogenamente, sendo igual a um nível de base mais um factor estocástico de média zero e não correlacionado com os choques de procura. Considerando uma "pseudo união monetária" entre o país 1 e 2, então as autoridades monetárias devem intervir para manter constante a taxa de câmbio X^{12} e o equilíbrio no mercado monetário é determinado de forma que a oferta de moeda seja consistente com a estabilidade cambial. Este modelo apresenta ainda as seguintes particularidades:

1. ao formar uma "pseudo união monetária" com o país 2 o país 1 não fixa apenas a taxa de câmbio com este mas abdica também do controle sobre a taxa de câmbio X^1 ;
2. admite-se que os agentes económicos acreditam com toda a confiança que o arranjo é permanente, isto é, acreditam que as autoridades são capazes de assegurar a fixação da taxa de câmbio X^{12} ;
3. não se tem em consideração qualquer alteração do comportamento dos agentes económicos devida ao novo arranjo monetário.

Vamos de seguida proceder à avaliação de uma "pseudo união monetária" face aos choques com origem doméstica. Como já foi referido, para analisar o desempenho dos dois regimes monetários em relação aos choques com origem doméstica, basta considerar o modelo para o país 1. Admita-se que os choques domésticos são perturbações económicas com origem no sector privado e que as autoridades de política económica vão procurar minimizar os efeitos desses choques na economia. Em

suma, dá-se especial relevo à estabilização económica e ao papel de cada regime na dimensão do impacto. Concretizando, procura-se determinar qual o regime cambial que minimiza o impacto dos choques económicos na produção do bem doméstico.

A comparação entre regimes - Choques Domésticos¹¹

Impacto na produção do bem do país 1

<u>Tipo de Choque/Caso</u>	<u>Pseudo- União</u>	<u>Câmbios Flexíveis</u>
Choque Monetário (+)		
♦ sem indexação salarial no país 1	constante	expansão
♦ com indexação salarial no país 1	constante	constante
Choque da Procura (+)		
♦ sem indexação salarial no país 1	expansão	expansão atenuada
♦ com indexação salarial no país 1	expansão igual flexíveis	expansão

Quadro 1

Como já foi referido, a comparação entre regimes cambiais no caso dos choques internos pode ser efectuada considerando a ausência de indexação dos salários ao índice de preços geral por parte do país 1 ou considerando a existência dessa indexação. Vai-se analisar dois casos extremos, a ausência de indexação e a total indexação.

¹¹ Os impactos que constam do quadro dizem respeito a choques positivos, por exemplo um aumento da oferta de moeda (choque monetário) ou um aumento da procura (choque de procura).

Atente-se em primeiro lugar a ausência de indexação salarial. Neste cenário podemos considerar a existência de dois choques domésticos, um choque monetário ou um choque da procura.

No caso de um choque monetário o regime de uma "pseudo união monetária" garante o total isolamento da produção do bem doméstico. Considere-se, por exemplo, um aumento da oferta de moeda, neste caso surgem pressões para a depreciação da moeda do país 1. No entanto as autoridades monetárias têm como objectivo a manutenção da taxa de câmbio fixa pelo que agem de acordo com esse objectivo, efectuando intervenções no mercado cambial que acabam por anular o fluxo inicial, isto é, as autoridades monetárias esterilizam o fluxo inicial, pelo que este choque não tem qualquer impacto no produto que permanece ao nível inicial.

Num regime com taxas de câmbio flexíveis um choque monetário doméstico afecta o nível inicial da produção do bem do país 1. Considere-se novamente um incremento da oferta de moeda. Este choque monetário provoca uma descida das taxas de juro, consequentes saídas de capitais e uma desvalorização da moeda do país 1, o que conduz a uma expansão da produção do bem do país 1.

Concluindo, o regime de uma "pseudo união monetária" é preferível às taxas de câmbio flexíveis se não houver indexação salarial e se os choques internos tiverem origem no sector monetário (observe-se o quadro 1).

No caso de se tratar de um choque da procura continua a ser possível concluir com clareza qual o regime preferível. De facto com uma "pseudo união monetária" o choque de procura provoca uma expansão da produção do bem do país 1, enquanto que com câmbios flexíveis essa expansão continua a verificar-se mas de forma atenuada (observe-se o quadro 1).

Consideremos um choque positivo da procura, com uma "pseudo união monetária", o choque induz uma subida das taxas de juro que pôr seu lado cria tensões no sentido da apreciação da moeda, no entanto as intervenções das autoridades monetárias no mercado cambial mantêm fixa a taxa de câmbio às custas de uma expansão do produto e dos preços.

Se considerarmos que as taxas de câmbio são flexíveis então temos que o aumento da produção causada pelo choque é atenuada devido a uma apreciação da moeda do país 1, que não é suficiente para anular a expansão do produto mas que reduz a variação relativamente ao regime alternativo.

Consideremos agora que o salários no país 1 estão total e plenamente indexados ao índice de preços geral. Neste caso as conclusões tiradas atrás cessam de ser válidas, na medida em que a indexação vem eliminar as divergências entre os dois regimes no que diz respeito ao impacto final, isto é, deixa de fazer diferença qual o regime em que nos encontramos (ver quadro 1).

Considere-se um choque monetário. Numa "pseudo união monetária" um aumento da oferta de moeda cria pressões para desvalorizar mas as intervenções no mercado cambial asseguram a fixação das taxas de câmbio e o resultado final é que o impacto sobre o produto é nulo, dado que o fluxo inicial é esterilizado. Se considerarmos que as taxas de câmbio são flexíveis então um aumento da oferta de moeda provoca um depreciação da moeda e um conseqüente desvio da curva de procura para a direita. No entanto, dado a existência de uma indexação total, a depreciação leva a uma subida dos salários que ocasiona um desvio da curva da oferta para cima de modo a que no fim ocorre uma subida dos preços mas a produção permanece ao nível inicial. Em suma, qualquer um dos regimes assegura a manutenção da produção do bem do país 1 ao seu nível inicial após um choque monetário doméstico.

Em relação ao choque da procura, a "pseudo união monetária" vê a produção aumentar. No entanto, também num regime de taxas de câmbio flexíveis o choque da procura induz um aumento da produção do bem doméstico. De facto, e apesar da apreciação da moeda do país 1 (devida ao choque) reduzir o desvio da curva da procura para a direita, a indexação plena dos salários leva a um desvio da curva de oferta para a direita, devido à descida dos salários, que assegura uma expansão do produto igual à que ocorre na "pseudo união monetária". Concluindo, um choque da procura tem um impacto igual nos dois arranjos cambiais.

Como se pode constatar, se os choques domésticos tiverem essencialmente uma origem monetária então a "pseudo união monetária" é preferível; se por outro lado os choques tiverem origem essencialmente no mercado de bens e serviços então a adopção de uma "pseudo união monetária" poderá apresentar um desempenho inferior pelo menos no que diz respeito à minimização do impacto dos choques na produção do bem 1. Esta conclusão perde a sua importância com o aumento do nível de indexação dos salários, dado que no limite (plena indexação) os dois regimes são indiferentes qualquer que seja a origem principal das perturbações.

A avaliação dos regimes tendo em atenção os choques de origem externa implica ter em consideração o modelo dos países externos. Para manter o nível de análise o mais simples possível, Marston (1984) considera as seguintes hipóteses:

1. os países 2 e 3 apresentam uma estrutura económica idêntica, isto é, os parâmetros considerados são os mesmos para os dois países;
2. vai-se considerar para parte da análise que os salários nos dois países estão plenamente indexados pelo que a produção do exterior apenas depende dos termos de troca;
3. apenas para os choques monetários vai-se também determinar os impactos na economia do país 1 considerando a não indexação salarial no exterior.

Este modelo considera que os choques externos afectam a economia do país 1 por vários canais, a saber:

1. alterações da produção externa que afectam a procura doméstica;
2. alterações nos preços externos ou nos termos de troca externos que provoca substituições com o bem do país 1;
3. alterações no preço da moeda do país 3 na moeda do país 2 que afecta a procura agregada (no caso da união);
4. alterações nas taxas de juro externas que altera a procura doméstica.

O modelo para os dois países do exterior é semelhante ao do país 1. O modelo para cada país é representado por três equações:

1. uma função de procura agregada, dependente dos termos de troca, produto externo, taxa de juro real e um termo aleatório;
2. uma função de oferta que depende apenas dos termos de troca, o aumento dos termos de troca do país 2 aumenta a produção do país 2 e diminui a produção no país 3 do mesmo montante;
3. uma condição de equilíbrio no mercado monetário, em que a procura e oferta de moeda é idêntica à adoptada para o modelo do país 1.

Para simplificar o modelo toda a análise é feita com base em duas variáveis: os termos de troca do país 2 e o preço no país 3. Os termos de troca do país 2 são uma função dos dois elementos aleatórios da procura (do país 2 e 3), pelo que uma

subida da procura no país 3 baixa os termos de troca e uma subida da procura no país 2 aumenta os termos de troca. No caso em que a indexação dos salários é total os elementos estocásticos do sector monetário não afectam os termos de troca.

O preço do país 3 é uma função dos elementos aleatórios da procura e do elemento estocástico do sector monetário do país 3. Se ocorrer uma subida da procura no país 2 ou no país 3, bem como um aumento da oferta da moeda em 3, então verifica-se uma subida do preço do bem 3.

Os dois primeiros canais de transmissão dos impactos já foram considerados, falta apenas apresentar os dois restantes. Para considerar esses canais o modelo apresenta as duas variáveis externas em consideração em função dos termos de troca do país 2, do preço do país 3 e das perturbações aleatórias. Mais concretamente a taxa de juro do país 3 surge como uma função dos termos de troca, do preço do país 3 e do elemento aleatório do sector monetário no país 3. O preço da moeda do país 3 em termos da moeda do país 2 aparece como uma função dos termos de troca e dos elementos estocásticos do sector monetário dos dois países do exterior. Uma variação igual da oferta de moeda nos países do exterior deixa inalterada a taxa de câmbio entre a moeda 2 e 3. Os elementos estocásticos da procura também afectam as duas variáveis, mas indirectamente e através dos termos de troca e do preço no país 3.

Com base neste instrumental vai-se analisar o impacto dos choques externos na economia do país 1.

Considere-se primeiro os choques monetários externos. Como se considera dois países então é possível considerar três tipos de choques, a saber:

1. choques perfeitamente correlacionados nos dois países externos, que são choques que afectam os dois países no mesmo sentido e com a mesma intensidade;
2. choques perfeita e negativamente correlacionados, choques que afectam os dois países em sentido contrário mas com a mesma intensidade;
3. choques concentrados em cada um dos países externos, que se tratam de choques que afectam os dois países no mesmo sentido mas com intensidades diferentes.

Quando as taxas de câmbio são flexíveis qualquer uma destas situações é neutra em relação à produção do bem do país 1. No entanto esta situação altera-se se considerarmos que os salários no exterior não estão indexados.

Consideremos primeiro a situação em que existe indexação. Para um regime com taxas de câmbio flexíveis a economia do país 1 está isolada em relação a qualquer tipo de choque monetário. Considere-se por exemplo, um aumento da oferta da moeda igual para os dois países. A produção do bem do país 1 é uma função do elemento estocástico do preço do bem do país 3, do elemento estocástico da taxa de juro do país 3 e do elemento estocástico da taxa de câmbio X^1 . O choque provoca uma subida

das três variáveis no mesmo montante, de modo que a variação da taxa de câmbio X^1 cancela o impacto das outras duas variáveis, assegurando assim que a produção do bem do país 1 permaneça inalterada.

Para uma "pseudo união monetária" os resultados não são tão favoráveis e podem ser sintetizados nos seguintes pontos:

1. se o choque monetário tem origem no país 3 não afecta a produção do país 1, dado que a flexibilidade da moeda do país 2 em relação à moeda do país 3 assegura o isolamento do país 1;
2. se o choque tem origem no país 2, então afecta a produção do país 1. Por exemplo, o mesmo impacto já analisado para os câmbios flexíveis, leva a um acréscimo dos preços do exterior na moeda 1 e a uma descida das taxas de juro no país 1, pelo que provoca uma expansão da produção doméstica.

Concluindo, no caso de existir uma total indexação dos salários no exterior, a adopção de uma "pseudo união monetária" num caso em que os choques monetários vindos do exterior predominam, apresenta um desempenho inferior no que diz respeito à minimização do impacto sobre a produção do bem 1, em comparação com a adopção de taxas de câmbio flexíveis.

Se se considerar que não existe indexação salarial no exterior há uma alteração dos resultados, na medida em que se torna necessário ter em conta os vários tipos de choques.

Neste cenário as taxas de câmbio flexíveis já não asseguram o pleno isolamento da produção do país 1. Considere-se os vários casos possíveis:

1. um choque monetário positivamente correlacionado (aumento geral da oferta de moeda). Neste caso as taxas de câmbio flexíveis já não isolam a produção do país 1, estando a produção do país 1 sujeita a duas forças de sinal contrário. O resultado final depende da sensibilidade da procura do país 1 à produção externa (que aumenta nos 2 países) e aos preços (que baixam devido à apreciação da moeda do país 1). Para a "pseudo união monetária" o resultado é um aumento da produção. Comparando os dois regimes pode-se concluir que é de esperar a superioridade das taxas de câmbio flexíveis, dado que só em casos extremos a variação do produto do país 1 é inferior numa "pseudo união monetária";

2. um choque negativamente correlacionado (mesmo montante mas de sinal contrário). Face a este choque é necessário ter em atenção o comércio externo, isto é, o resultado depende do padrão do comércio externo. Considere-se por exemplo um aumento da oferta de moeda no país 2 e uma diminuição de igual montante no país 3:

- se o país 1 apresentar um padrão de comércio em que os dois países têm o mesmo peso então a economia do país 1 fica totalmente isolada no caso em que existem taxas de câmbio flexíveis

mas o produto aumenta no caso de uma "pseudo união monetária";

- se o padrão de comércio der mais peso ao país 2, então a produção do bem do país 1 varia mais numa "pseudo união monetária" do que num regime com taxas de câmbio flexíveis;
- se o padrão de comércio der mais peso ao país 3, então a "pseudo união monetária" poderá isolar melhor a economia do país 1, pelo menos no que diz respeito à produção. O resultado depende das grandezas relativas do impacto dos preços e produção externos.

Em suma, se os choques monetários externos forem numerosos, a adoção de taxas de câmbio flexíveis é preferível à adoção de uma "pseudo união monetária", dado que, como se pode observar através do quadro 2, a superioridade das taxas de câmbio flexíveis face a este tipo de choques é patente, pelo menos quanto à minimização do impacto na produção do país 1.

A comparação entre regimes - Choques Monetários Externos¹²

Impacto na produção do bem do país 1

<u>Tipo de Choque/Caso</u>	<u>Pseudo- União</u>	<u>Câmbios Flexíveis</u>
Choque Monetário (+)		
♦ <u>com indexação salarial no exterior</u>	-	-
• origem país 2	expansão	constante
• origem país 3	constante	constante
♦ <u>sem indexação salarial no exterior</u>	-	-
• igual para 2 e 3*	expansão	?
• choque de sinal contrário (=)	-	-
• peso no comércio igual	expansão	constante
• peso superior de 2	expansão	expansão atenuada
• peso superior de 3	expansão atenuada	expansão

* - o resultado das taxas de câmbio flexíveis é de sinal incerto mas conduz a uma variação inferior da produção de 1 quando comparado com a "pseudo união".

Quadro 2

Falta apenas considerar qual o impacto de choques de procura externos. Para tal Marston (1984) apenas considerou o cenário em que existe total indexação dos salários externos. Para esta situação, tal como vimos para os choques monetários sem indexação salarial, é necessário ter em consideração o tipo de choques bem como o padrão de comércio do país 1 com o exterior

¹² Os impactos que constam do quadro dizem respeito a choques positivos, por exemplo um aumento da oferta de moeda.

pelo menos quando se considera um choque de procura negativamente correlacionado.

No caso de um choque negativamente correlacionado (por exemplo um desvio da procura do país 3 para o país 2) implica a necessidade de ter em consideração o padrão do comércio do país 1 com o exterior.

Se o comércio for equilibrado, isto é, se os países 2 e 3 tiverem o mesmo peso no comércio do país 1, então no caso das taxas de câmbio serem flexíveis a produção do país 1 permanece constante. O isolamento da economia do país 1 ocorre porque este beneficia da diversificação do seu padrão comercial, isto é, a contracção num dos países é compensada pela expansão no outro. No contexto de uma "pseudo união monetária" dada a ligação da moeda 1 à moeda 2 a produção do bem do país 1 diminui.

Se o comércio for enviesado em favor do país 2, então a maior apreciação da moeda 1 em relação à moeda 3 no contexto da "pseudo união monetária" possibilita que este regime apresente uma expansão da produção do produto do país 1 inferior à verificada no regime de taxas de câmbio flexíveis.

Se o comércio for enviesado a favor do país 3 então, em ambos os regimes ocorre uma redução da produção do bem doméstico. Apesar disso, a redução é mais pronunciada numa "pseudo união monetária" dado que a moeda do país 1 aprecia-se mais em

relação à moeda 3 do que no caso das taxas de câmbios serem flexíveis.

No caso de um choque de procura igual nos dois países externos o resultado passa a depender das elasticidades preço. Se a soma das elasticidades for maior que um, então a moeda do país 1 aprecia-se reduzindo a expansão da produção do bem 1 no contexto de um regime com taxas de câmbio flexíveis. Em suma, a "pseudo união monetária" apenas conduz a melhores resultados que as taxas de câmbio flexíveis, se a moeda do país 1 deprecia, isto é, se a soma das elasticidades preço da procura for menor que 1.

No caso do choque incidir sobre ambos os países externos no mesmo sentido mas com maior incidência num deles, admitindo que ambos têm o mesmo peso no comércio do país 1 com o exterior, temos duas situações possíveis:

- se o choque tiver maior incidência sobre o país 2, então a "pseudo união monetária" é preferível dado que a apreciação da moeda 1 em relação à moeda 3 é superior neste regime, reduzindo assim a expansão da produção do bem 1 em relação às taxas de câmbio flexíveis;
- se o choque incidir com mais intensidade sobre o país 3, então a adoção de uma "pseudo união monetária" deverá implicar um certo custo de ajustamento, isto é, as taxas de câmbio flexíveis são preferíveis pois reduzem a expansão da produção do país 1, dado que neste regime a depreciação da moeda 1 é inferior à que

ocorre na "pseudo união monetária" devido à depreciação da moeda 2 (e conseqüentemente da moeda 1 pois estão ligadas por fixação das taxas de câmbio).

A comparação entre regimes - Choques de Procura Externos¹³

Impacto na produção do bem do país 1

<u>Tipo de Choque/Caso</u>	<u>Pseudo- União</u>	<u>Câmbios Flexíveis</u>
Choque de Procura (+)		
♦ <u>com indexação salarial no exterior</u>	-	-
• desvio do país 3 para o país 2	-	-
• padrão de comércio do país 1	-	-
- peso igual dos dois países*	contração	constante
- peso superior do país 3	contração	contração reduzida
- peso superior do país 2	expansão atenuada	expansão
• aumento igual nos dois países**	expansão	expansão
• aumento maior no país 2	expansão atenuada	expansão
• aumento maior no país 3	expansão	expansão atenuada

* - O choque neste caso é positivo no país 2 e negativo no país 3.

** - Depende das elasticidades preço, se a soma das elasticidades for maior que um, então a moeda do país 1 aprecia-se reduzindo a expansão da produção do bem 1 no contexto de um regime com taxas de câmbio flexíveis, sendo este arranjo superior ao da "pseudo união monetária".

Quadro 3

¹³ Os impactos que constam do quadro dizem respeito a choques positivos, por exemplo um aumento de procura.

O quadro 3 apresenta em síntese as várias situações analisadas para os choques de procura externos. Como se pode constatar, as taxas de câmbio flexíveis permitem uma maior estabilidade da produção do bem do país 1 num maior número de casos apesar das taxas de câmbio fixas surgirem como preferíveis em alguns casos.

Concluindo, se os choques que afectam um país tiverem origem principalmente no exterior então será de admitir que a fixação das taxas de câmbio não produza tão bons desempenhos quanto os conseguidos com taxas de câmbio flexíveis, principalmente se os choques tiverem origem no sector monetário. Esta conclusão está dependente do objectivo considerado, a minimização do impacto na produção do país 1. Pelo contrário, se a origem dos choques for prioritariamente doméstica então para que a fixação das taxas de câmbio seja considerada não prejudicial ou até favorável é necessário que os choques com origem no sector monetário sejam dominantes.

Podemos pois avançar com a seguinte proposição: a origem e natureza dos choques que afectam um país é determinante para concluirmos sobre qual o melhor regime cambial. No entanto, no contexto deste modelo, outros factores são igualmente determinantes, a saber: o comportamento dos salários no país 1 e no exterior e o padrão do comércio internacional.

No entanto, é necessário relativizar estas conclusões, dado que os efeitos em questão são extremamente complexos, o que dificulta em muito as conclusões. Por outro lado, a análise e

as conclusões assentam apenas num único critério ou objectivo, a minimização do impacto dos choques na produção do bem do país 1. As conclusões retiradas nesta análise meramente teórica são insuficientes, dado que é necessário recorrer à evidência empírica (para determinar a estrutura, os choques dominantes, etc.), da qual em última instância dependem todas as conclusões.

I.2.1.1.2. A flexibilidade dos preços e salários

Não obstante, mesmo admitindo a existência de algumas ocorrências que provoquem choques assimétricos, é possível atribuir um papel secundário à taxa de câmbio nominal, bastando para tal que a flexibilidade dos preços e salários seja elevada (Commission des Communautés Européennes, 1990: 166). De facto, a variação dos preços e salários é um mecanismo que permite um ajustamento da economia a choques específicos a um país através da taxa de câmbio real (índice de preços doméstico em relação ao índice de preços externo convertido em moeda doméstica pela taxa de câmbio nominal), sem necessidade de alterar a taxa de câmbio nominal.

Se o ajustamento é passível de ocorrer via variações na taxa de câmbio real mantendo-se inalterada a taxa de câmbio nominal, então os custos associados à fixação irrevogável das taxas de câmbio serão reduzidos.

Deste modo, um factor fundamental para aferir sobre os custos da fixação irrevogável da taxa de câmbio é a determinação empírica do grau de flexibilidade dos preços e salários. A confirmação da rigidez dos preços e salários permitirá pensar em custos elevados enquanto que uma elevada flexibilidade ao permitir um ajustamento rápido via taxa de câmbio real é um factor que está associado a custos reduzidos.

Neste contexto é conveniente distinguir entre choques temporários e permanentes (Masson e Taylor, 1992: 25). Os

primeiros, ao afectarem a economia apenas por um determinado período de tempo, justificam a necessidade da taxa de câmbio nominal enquanto mecanismo capaz de facilitar um ajustamento rápido e pouco custoso, não obstante os "lags" associados à política económica poderem reduzir a eficácia da taxa de câmbio nominal.

Os choques permanentes, pelo contrário, devem ser assimilados essencialmente através de um ajustamento dos preços e salários, pelo que a perda da taxa de câmbio é neste caso pouco significativa.

Em termos empíricos, no caso concreto da Europa, De Grauwe e Vanhaverbeke (1991) observaram que o grau de flexibilidade da taxa de câmbio real é significativamente superior entre países do que entre regiões de um mesmo país. No entanto, ao calcularem as correlações entre as taxas de crescimento reais do produto e a taxa de câmbio real para países e regiões, concluíram que ao nível regional a taxa de variação real do produto está relativamente bem correlacionada com as variações na taxa de câmbio real. A correlação ao nível das regiões é mesmo mais elevada do que no caso dos países, o que permite fundamentar a ideia de que a nível regional os choques assimétricos são absorvidos através de variações da taxa de câmbio real. Como a taxa de câmbio nominal entre regiões de um mesmo país é fixa então é possível concluir que a flexibilidade dos preços e salários desempenha um papel significativo no ajustamento. Conclusões que permitem

perspectivar baixos custos associados à perda da taxa de câmbio nominal aquando da sua fixação irrevogável.

1.2.1.1.3. A mobilidade do factor trabalho

Um outro mecanismo de ajustamento que, segundo a teoria das zonas monetárias óptimas, é fundamental no contexto de uma união monetária é a mobilidade do factor trabalho.

Este factor assume um papel essencial na medida em que a sua ocorrência limita significativamente os custos inerentes à reduzida flexibilidade dos preços e salários .

De Grauwe e Vanhaverbeke (1991: 7-9), ao concluírem que o ajustamento entre regiões de um mesmo país Europeu se efectua essencialmente com recurso à mobilidade do factor trabalho, enquanto que o ajustamento entre países se faz essencialmente através da variação da taxa de câmbio real, confirmam em certa medida o postulado da teoria das zonas monetárias óptimas já referido. O que permite levantar dúvidas sobre as dificuldades de ajustamento no contexto de uma união monetária em que os países pertencentes evidenciem entre si uma baixa mobilidade do factor trabalho.

Mas se é verdade que entre regiões o ajustamento depende basicamente da mobilidade do factor trabalho, o que se passa é que mesmo assim a taxa de câmbio real desempenha um papel no ajustamento (De Grauwe e Vanhaverbeke, 1991: 14), o que permite encarar a perda da taxa de câmbio nominal com um certo

optimismo na medida em que esta evidência relativiza o papel da mobilidade do factor trabalho.

Mas esse optimismo não deve ser exagerado, na medida em que a maior mobilidade dos factores de produção resultantes de uma maior integração económica pode dar origem a efeitos perversos (Krugman, 1993: 248). Assim, uma mobilidade incrementada dos factores pode provocar efeitos negativos ao nível das taxas de crescimento de longo prazo. Mais concretamente, uma maior mobilidade dos factores de produção tem duas consequências:

- a) aumenta as flutuações económicas ao nível regional;
- b) dá origem, ao longo do tempo, a taxas de crescimento económico divergentes.

O primeiro aspecto é relativamente óbvio, na medida em que a mobilidade dos factores actua como elemento potenciador dos ciclos económicos inerentes à flutuação das exportações de cada região. Por exemplo, um choque positivo (devido a uma alteração das preferências) ao aumentar a procura dirigida à região deverá provocar um incremento do rendimento esperado em relação ao investimento na zona, o que dará origem a um afluxo de capitais que poderá funcionar como amplificador do impacto inicial.

O segundo efeito surge relacionado com o ajustamento em termos de custos de produção. Consideremos então regiões que estão sujeitas a um impacto negativo, por exemplo, a redução da procura dirigida à produção dessa região devido à alteração das preferências. Se os factores de produção dessas regiões

forem imóveis, então estas deverão suportar uma quebra da actividade que conduzirá a uma redução dos custos, em particular dos custos salariais. Isto funcionará como um factor de correcção capaz de no futuro levar a um crescimento da região em virtude dos seus baixos custos de produção. No entanto, se a mobilidade dos factores for elevada então o ajustamento não é feito pela redução dos custos mas sim pela saída dos factores para outras regiões, pelo que não existe qualquer elemento que assegure a recuperação da região. Ou seja, a mobilidade dos factores ao corrigir a situação sem conduzir a uma redução dos custos pode hipotecar a futura recuperação da região, levando ao aparecimento de divergências de longo prazo no que diz respeito às taxas de crescimento entre regiões. Esta divergência, para além dos efeitos perversos directos, potencia a ocorrência de choques assimétricos ao introduzir assimetrias entre as regiões.

I.2.1.1.4. A possibilidade do ajustamento ser suportado pela política orçamental

O quarto aspecto que permite aferir sobre a importância da taxa de câmbio enquanto variável de ajustamento é a possibilidade do ajustamento vir a ser suportado por outras políticas, em particular pela política orçamental.

De facto, a política orçamental pode ser utilizada como um instrumento capaz de absorver as assimetrias entre países, facilitando o ajustamento e reduzindo os custos associados a

um choque negativo¹⁴. No entanto a política orçamental não constitui o mecanismo de ajustamento substituto da taxa de câmbio nominal, pois esse papel está reservado ao ajustamento pelos preços e salários (Comission des Communautés Européennes, 1990). Ou seja, a política orçamental torna-se a única política de gestão da procura disponível pelo que o seu papel sai reforçado, mas não é o mecanismo de ajustamento adequado para substituir a taxa de câmbio, devendo ser utilizada no sentido de facilitar o ajustamento pelos preços e salários (reduzindo os custos de curto prazo) e não no sentido de substituir esse ajustamento.

De forma geral, pouco podemos afirmar sobre a dimensão deste custo, pelo que é necessário averiguar cada caso em particular à luz da evidência empírica e das simulações possíveis de efectuar¹⁵.

Apesar da dificuldade de determinar em abstracto qual a dimensão do custo de ajustamento associado à UEM, é admissível a ideia de que o custo associado à fixação irrevogável da taxa de câmbio é tanto mais elevado quanto menor for a abertura ao exterior dos países que formem uma união (De Grauwe, 1992a: 82-85; Gros e Thygesen, 1992: 256-258). Isto é, quanto maior a abertura do país ao exterior maior será a reacção das importações às variações da taxa de câmbio, reduzindo desta

¹⁴ Ver De Grauwe (1992a).

¹⁵ No caso concreto da União Económica e Monetária Europeia a dimensão deste custo é alvo de polémica. Assim e por exemplo enquanto que para a Comission des Communautés Européennes (1990) a conclusão é que este custo é pouco significativo, Minford et al (1992) concluem exactamente o contrário, atribuindo um elevado peso a este custo.

forma a eficácia deste instrumento enquanto mecanismo de ajustamento.

I.2.1.2. Os custos de transição

Para além dos custos de ajustamento já referidos, pode-se ainda considerar a existência de custos de transição. A constituição de uma união entre dois países com preferências diferentes quanto ao par taxa de inflação - taxa de desemprego, levanta problemas de transição para o país com uma taxa de inflação superior.

Admitindo a existência de curvas de Phillips aumentadas pelas expectativas, e se admitirmos que as expectativas são racionais¹⁶ então é possível observar que as autoridades responsáveis pela política económica detêm uma reduzida capacidade de escolha entre taxa de inflação e taxa de desemprego. Se no curto prazo ainda existe alguma possibilidade de escolha (muito limitada e perversa em resultado do deslocamento da curva de Phillips devido à alteração das expectativas), a verdade é que no longo prazo o nível da taxa de inflação é determinado pelo nível da taxa de desemprego natural. Sendo assim, quando da constituição de uma união monetária entre dois países com diferentes taxas de inflação, os mesmos nada têm a ganhar em manterem taxas de inflação distintas após a fixação das taxas de câmbio. O nivelamento das taxas de inflação ocorrerá então tendo por

¹⁶ A não consideração das expectativas em relação as curvas de Phillips conduz a custos de transição muito superiores aos referidos neste trabalho, ver De Grauwe (1992a).

referência o país com a taxa de inflação prévia mais reduzida. Em virtude desse facto o país com a taxa de inflação prévia mais elevada sofrerá um processo de desinflação que, se a longo prazo não tem custos (pois para o mesmo nível de desemprego natural o país passa a verificar uma taxa de inflação inferior à de partida), não os deixa de ter no curto prazo, período em que estará sujeito a um temporário aumento da taxa de desemprego (De Grauwe, 1992a: 18).

Estas conclusões são válidas apenas à luz da seguinte hipótese: a taxa de desemprego natural permanece constante. No entanto isso não acontece na realidade. De facto nos anos 70 e 80 têm-se constatado uma deslocação da taxa de desemprego natural para níveis cada vez superiores. Uma explicação para este fenómeno, consiste em admitir que os trabalhadores com emprego ("insiders") e por isso pertencentes a sindicatos detém uma posição de dominância em relação aos trabalhadores desempregados ("outsiders"), suficiente para os primeiros não se sentirem ameaçados pela existência de potenciais candidatos aos seus lugares, no conjunto de trabalhadores desempregados. Outra possível explicação dá ênfase aos efeitos de deterioração do desemprego sobre as capacidades de trabalho do desempregado, isto é, o próprio desemprego pode alterar por si só as características da força de trabalho desempregada reduzindo as capacidades e as potencialidades dos desempregados. Este efeito é designado de "hysteresis", palavra que designa uma situação em que a evolução temporal de uma variável (neste caso o desemprego) acaba por determinar qual o equilíbrio do sistema.

Em suma, estes aspectos devem ser considerados na medida em que podem contribuir para elevar substancialmente os custos de transição referidos atrás, ou seja, uma redução do desemprego que no modelo analisado atrás apenas tinha efeitos de curto prazo, passa a implicar um acréscimo da taxa de desemprego natural com todas as consequências que isso acarreta em termos de custos.

A consideração deste custo de transição como um custo de concretização de uma união é questionada, pois se um país com uma taxa de inflação elevada não levasse a cabo a sua adesão a uma união monetária mas pretendesse desinflacionar teria que suportar a mesma provação em termos de uma elevação da taxa de desemprego no curto prazo. O importante é determinar se o facto de aderir a uma união reduz esse esforço ou se pelo contrário o aumenta.

Como iremos ver adiante (ver ponto I.2.2.1.), é de certo modo aceite que a fixação das taxas de câmbio entre dois países com taxas de inflação diferentes poderá constituir um importante reforço da credibilidade das autoridades do país com inflação mais elevada. No entanto existe uma certa dúvida sobre se o aumento da credibilidade ocorre apenas com a fixação irrevogável da taxa de câmbio ou se é necessário adoptar uma moeda comum. Os potenciais ganhos de credibilidade resultantes da adesão a uma união, ao agirem sobre as expectativas dos agentes podem contribuir para uma redução dos custos de

desinflação no contexto de uma união, em relação aos custos de um processo de desinflação idêntico sem a adesão a essa união.

I.2.1.3. Outros custos decorrentes das diferenças entre países

Os custos de transição "ut supra" decorrem das diferenças entre países (que constituem entre si uma união através da fixação das taxas de câmbio) relativamente a uma variável - a taxa de inflação. No entanto não é apenas em relação a esta variável que podem surgir problemas no contexto de uma união, dado que diferenças em relação a outras variáveis conduzem a outros custos potenciais. Procede-se de seguida à sua enumeração¹⁷:

- a) diferenças em relação às taxas de produtividade permitem que o crescimento dos salários no país com um maior crescimento da produtividade seja superior aos restantes países sem problemas de sustentabilidade. No entanto se os restantes países, devido a uma centralização dos sindicatos, sofrerem uma pressão para aumentos salariais idênticos aos do país com a maior taxa de crescimento da produtividade, então esses países devem sofrer a prazo problemas de competitividade que põem em causa o novo arranjo institucional;
- b) as diferenças em relação ao mercado de trabalho são também elas potenciais elementos destabilizadores na medida em que podem induzir importantes custos para uma

¹⁷ Veja-se De Grauwe (1992a: 7-29).

união, custos esses que resultam da possibilidade de diferentes mercados de trabalho conduzirem a diferentes evoluções nos salários como resposta a um mesmo choque simétrico. Ou seja, os diferentes arranjos institucionais do mercado de trabalho entre países pode ser um importante factor gerador de assimetrias que, como atrás foi referido, levam a um incremento dos custos de ajustamento;

- c) as diferenças em relação às taxas de crescimento do produto entre países membros, podem também elas ter um impacto negativo na união, aumentando os seus custos. Países com taxas de crescimento superiores estão sujeitos a taxas de crescimento das importações superiores às taxas de crescimento das exportações (em determinadas condições, por exemplo, igualdade entre as elasticidades rendimento - importações), pelo que a prazo podem surgir problemas de sustentabilidade (nomeadamente um crescente e crónico défice externo) que conduzem à necessidade da existência de políticas de desinflação cujo objectivo é aumentar a competitividade e dessa forma corrigir os desequilíbrios;
- d) as diferenças em relação ao sistema fiscal e à perda das receitas de senhoriagem constitui um outro factor que poderá levantar custos significativos que passamos de seguida a analisar.

I.2.1.4. A perda das receitas de senhoriagem

A constituição de uma união entre dois países com diferentes taxas de inflação conduz a um nivelamento das taxas de inflação pela taxa mais reduzida, o que implica uma redução da receita de senhoriagem para o país que sofre o processo de desinflação. A inflação é um imposto que, como qualquer outro imposto, constitui uma fonte de receitas do Estado. A redução da inflação implica uma redução das receitas (a redução das receitas de senhoriagem) que, em certos países, não pode ser considerada insignificante. Sobretudo em países que apresentem uma elevada taxa de inflação e uma ampla base monetária as receitas de senhoriagem podem assumir um peso significativo, pelo que a sua redução pode constituir um problema (Cohen e Wyplosz, 1989; Giavazzi, 1989: 290).

Este problema vê a sua importância acrescida se tivermos em consideração que os Estados necessitam de receitas afim de cumprirem com as suas funções mais elementares. Tendo esse objectivo em vista, têm portanto de captar as receitas necessárias através dos vários meios ao seu dispor: imposição de impostos e/ou através da taxa de inflação. Assim sendo, a redução das receitas de senhoriagem tem de ser compensada pelo aumento de outros impostos.

Se os Estados tiverem de recorrer a impostos distorcionários para obterem receitas (dado que a baixa receita fiscal por vezes reflecte uma base de incidência fiscal reduzida ao invés de pequenas taxas de imposição), grau de distorção que aumenta

com o incremento da taxa de imposição (Masson e Taylor, 1993; Giavazzi, 1989: 291), então não é aceitável a ideia de que uma taxa de inflação nula seja óptima (ou que qualquer redução da inflação leve a uma maior eficiência global)¹⁸, pois os possíveis benefícios inerentes à redução da inflação em termos de eficiência podem ser eliminados pelas perdas de eficiência induzidas pela necessidade de aumentar as taxas de imposição de outros impostos, também eles distorcionários. Por outro lado, o imposto inflacionário apresenta algumas vantagens relativamente aos restantes impostos, nomeadamente (Rebelo, 1994):

- a) permite abranger as actividades ilegais que de outro modo não seriam tributadas;
- b) permite obter receitas de estrangeiros detentores da moeda nacional.

A senhoriagem pode mesmo contribuir para a optimização do sistema fiscal, se tivermos em consideração que a utilização das várias fontes de receitas fiscais contribui para aumentar a eficiência económica, se tivermos o cuidado de procurar igualar os custos marginais associados à obtenção de receitas através dos vários métodos disponíveis (De Grauwe, 1992a).

Portanto, os países que ao aderirem a uma união passem a verificar taxas de inflação significativamente inferiores, suportam um custo adicional que consiste não apenas na perda

¹⁸ Veja-se por exemplo Giavazzi (1989), que apresenta o "mix" óptimo entre financiamento do Estado com recurso aos impostos e o financiamento com recurso à inflação.

de receitas fiscais (a senhoriagem) mas e também na possível redução da eficiência inerente ao seu sistema fiscal.

Outro aspecto igualmente pertinente consiste na possibilidade da UEM conduzir a um sector público cuja dimensão será demasiado pequena (Van der Ploeg, 1991: 26-27). Este será o resultado provável da UEM no caso da ausência de coordenação entre os Estados membros em relação às políticas orçamentais, não só porque a UEM conduz a uma redução das receitas de senhoriagem mas e também devido à competição entre Estados quanto à tributação (num contexto de elevada mobilidade dos factores), que deverá conduzir a uma redução da capacidade dos Estados de aumentarem as receitas fiscais destinadas a novas despesas públicas (Van der Ploeg, 1991: 31).

Podemos no entanto relativizar este custo, tendo em consideração que as receitas de senhoriagem na maior parte das vezes não são adoptadas como o resultado de uma escolha que optimiza o sistema fiscal, pelo contrário resultam isso sim de uma certa indisciplina fiscal e de política económica (Masson e Taylor, 1993). Assim sendo, é mais provável que os benefícios inerentes à redução da inflação e à estabilidade cambial dominem os custos associados à perda das receitas de senhoriagem.

I.2.2. Benefícios inerentes à fixação irrevogável da taxa de câmbio

I.2.2.1. O reforço da credibilidade

Um dos benefícios, de cariz macroeconómico, mais mencionado em relação a um caso concreto, a UEM na Europa, é a redução dos custos de desinflação e consequente redução do nível de inflação¹⁹. De facto é possível demonstrar que a fixação irrevogável das taxas de câmbio entre dois países com autoridades monetárias com credibilidades distintas (um país com um passado de baixas taxas de inflação e o outro com um passado de elevadas taxas de inflação) poderá contribuir para a redução dos custos de desinflação e para a redução da taxa de inflação do país com as autoridades mais permissivas.

As autoridades monetárias através do seu comportamento e enquadramento institucional criam nos agentes económicos uma certa "imagem de marca", no que diz respeito ao comportamento futuro esperado em relação à taxa de inflação.

Assim, as autoridades monetárias que no passado recorreram sistematicamente à inflação surpresa como fonte de benefícios, aumento do produto (Barro e Gordon, 1983), redução do desemprego (Barro e Gordon, 1983), diminuição do valor real da dívida pública e redistribuição da riqueza entre nacionais e estrangeiros (Bohn, 1991), detêm uma fraca credibilidade, pelo que as metas em relação à inflação são ignoradas pelos agentes

¹⁹ Ver Commission des Communautés Européennes (1990).

económicos que através do seu comportamento conduzem a uma situação de equilíbrio em que o nível de inflação é superior e os benefícios de tal facto são inexistentes.

Uma outra forma de diminuir essa falta de credibilidade consiste na adopção de uma regra para a política monetária²⁰. Barro e Gordon (1983) concluem que a adopção de uma regra para atenuar o problema de falta de credibilidade conduz a resultados superiores aos obtidos com base numa política monetária sem regras mas inferiores aos resultados possíveis de obter com uma regra "ideal"²¹.

Uma outra forma de resolução deste problema consiste na fixação das taxas de câmbio²² (nomeadamente quando o arranjo é totalmente credível) em relação a um país cujas autoridades monetárias detêm a fama de muito exigentes no que diz respeito à taxa de inflação e que, portanto, detêm uma elevada credibilidade (Collins, 1988; Currie, 1992; Giavazzi e Pagano, 1988)²³.

Um modelo que confirma esta afirmação é precisamente o apresentado por De Grauwe (1992). Procede-se de seguida à apresentação deste modelo.

²⁰ Sobre a adopção de regras de política monetária e a inconsistência temporal veja-se por exemplo Calvo (1978).

²¹ Solução impossível de obter no modelo de Barro e Gordon (1983).

²² Veja-se por exemplo o processo de desinflação da Irlanda em Dornbush (1989) e Kremers (1990).

²³ Veja-se Giavazzi e Giovannini (1988) estudo empírico que procura determinar os efeitos do SME na dinâmica de inflação dos Estados membros, e ainda Edwards (1993).

É um modelo do tipo Barro-Gordon, com dois países A e B, que fixam as taxas de câmbio bilaterais.

As autoridades monetárias destes países comportam-se com base na optimização de uma dada função (a "loss function"), ou seja, admite-se que procuram minimizar a seguinte função:

$$V_i = (U_i - U_i^*)^2 + b_i(\pi_i - \pi_i^*)^2 \quad (I.1)$$

Onde U_i é a taxa de desemprego do país i (com $i =$ país A ou país B), π_i é a taxa de inflação do país i , e as mesmas variáveis com * referem-se aos objectivos para a taxa de desemprego e taxa de inflação.

Para simplificar, admite-se que o objectivo para a variável taxa de inflação é igual a zero para cada país. A apetência por mais ou menos inflação (e portanto o nível de credibilidade das autoridades monetárias) é-nos dado pelo coeficiente b .

Assumindo a existência de distorções no mercado de trabalho, é possível admitir que a taxa de desemprego natural se situa a um nível demasiado elevado, tendo em consideração o objectivo taxa de desemprego definido pelas autoridades. Portanto, é possível formalizar U_i^* tendo por referência a taxa de desemprego natural (U_i^n):

$$U_i^* = (1 - c_i)U_i^n \text{ com } i = \text{país A ou país B} \quad (I.2)$$

Considere-se ainda a seguinte curva de Phillips:

$$U_i = U_i^n - k_i(\pi_i - \pi_i^e) \text{ com } i = \text{país A ou país B} \quad (\text{I.3})$$

com π_i^e a taxa de inflação esperada no país i .

A integração das expectativas na curva de Phillips faz com que apenas a inflação inesperada afecte a taxa de desemprego. Assim, as autoridades só conseguem reduzir o desemprego se conseguirem criar inflação que à partida não é esperada pelos agentes económicos.

Admitindo que as expectativas são racionais, temos que os agentes em média predizem a taxa de inflação correctamente, pelo que as autoridades nesse caso não podem explorar continuamente a curva de Phillips.

Para obter a solução vamos partir do pressuposto que as autoridades tratam as expectativas quanto à inflação como dadas quando procedem à escolha do objectivo para a taxa de inflação actual.

Ou seja, calcula-se $\frac{\partial V_i}{\partial \pi_i}$, iguala-se a zero e resolve-se

admitindo que $\pi_i = \pi_i^e$.

A solução, admitindo expectativas racionais, é para o país A e B:

$$\pi_A = \left(\frac{K_A c_A}{b_A} \right) U_A^n \quad (\text{I.4})$$

$$\pi_B = \left(\frac{K_B c_B}{b_B} \right) U_B^n \quad (\text{I.5})$$

Como se pode facilmente constatar, pela solução "ut supra", é possível que as taxas de inflação de equilíbrio sejam diferentes nos dois países em causa, não obstante a fixidez cambial. As diferenças podem ter origem em três aspectos:

- a) diferentes taxas de desemprego natural (U_i^n);
- b) diferentes distorções no mercado de trabalho (c_i);
- c) diferenças de credibilidade das autoridades monetárias (b_i).

Para simplificar a análise, vamos ignorar os dois primeiros aspectos e vamos concentrar a nossa atenção no parâmetro b_i .

Obviamente que se $b_A \neq b_B$ então é porque os dois países atribuem um peso distinto ao objectivo estabilidade dos preços, ou seja, as autoridades de um dos países são menos permissivas em termos de inflação do que as autoridades do outro país.

Se por hipótese o país A der mais importância ao objectivo taxa de inflação (isto é, se $b_A > b_B$) então "caeteris paribus" a taxa de inflação de equilíbrio do país B será superior à taxa de inflação de equilíbrio do país A (esta conclusão apenas é válida se c_i e U_i^n forem iguais para os dois países).

Esta taxa de inflação superior no país B terá como causa as diferenças na reputação das autoridades monetárias dos dois países.

Podemos concluir que a simples fixação da taxa de câmbio entre dois países, cujas autoridades monetárias têm uma reputação distinta no que diz respeito ao combate contra a inflação, não é suficiente, pelo menos enquanto as autoridades monetárias mantiverem uma certa autonomia, para assegurar uma convergência total em termos de taxas de inflação (De Grauwe, 1992: 10; De Grauwe, 1994: 159). Isto é, mesmo numa situação de taxas de câmbio fixas é possível e provável que se continuem a verificar diferenças entre as taxas de inflação, devido à falta de credibilidade do novo arranjo cambial²⁴. As autoridades do país B continuam a ter incentivos para produzirem inflação inesperada por forma a reduzir a taxa de desemprego.

Para que a fixação da taxa de câmbio conduza a um reforço da credibilidade das autoridades monetárias e desta forma leve à redução da taxa de inflação desse país para o nível da taxa de inflação do país A, é necessário que esse arranjo institucional seja visto como mais credível do que uma simples regra de política monetária ou do que o simples anúncio da prossecução de uma política cujo objectivo seja a obtenção de uma total estabilidade cambial. Assim sendo, a taxa de

²⁴ Edwards (1993: 18) apresenta alguns problemas inerentes à fixação da taxa de câmbio com o fim de diminuir a taxa de inflação.

inflação no país B será igual à taxa de inflação no país A, o que proporcionaria um benefício evidente para o país B.

No entanto, este benefício depende em larga medida não apenas do arranjo institucional da união monetária mas e também da situação inicial dos Estados que vão participar numa união²⁵. Isto é, se os países que vão constituir entre si uma união já apresentam uma elevada convergência em termos de inflação e diferenças pouco significativas em termos de credibilidade das autoridades monetárias, então este benefício não existe ou desempenha um papel marginal. Por outro lado se os países apresentam diferentes credibilidades e diferentes taxas de inflação mas o arranjo institucional é tal que permite pensar que as novas autoridades monetárias são mais permissivas do que as dos países participantes nessa união, então será possível o surgimento de um efeito contrário ao desejado, ao invés de se assistir a uma convergência da taxa de inflação no sentido de uma diminuição da mesma, poderá ocorrer uma convergência no sentido oposto²⁶. Esta mesma ideia também é avançada por Minford et al. (1992), que questionam este benefício referindo que a credibilidade e estabilidade dos preços é possível de atingir com ou sem união. Salientam também o papel determinante do arranjo institucional associado às dificuldades de obter um consenso.

²⁵ Edwards (1993: 29) apresenta a conclusão (baseada na evidência empírica) de que o efeito estabilizador das taxas de câmbio depende da própria história da evolução dos preços de cada país. Os países com um passado de menores taxas de inflação beneficiam mais do efeito estabilizador da fixação cambial.

²⁶ Ver De Grauwe (1992a).

I.2.2.2. Os benefícios microeconómicos

Se, como vimos, os custos da união monetária são essencialmente de natureza macroeconómica, pelo contrário os benefícios (exceptuando o já analisado) ocorrem, em especial, ao nível microeconómico.

Os benefícios em causa estão directamente relacionados com os ganhos de eficiência que a fixação irrevogável da taxa de câmbio poderá produzir. Ganhos esses que têm origem em dois aspectos distintos (De Grauwe, 1992a):

- eliminação dos custos de transacção inerentes à conversão de uma moeda noutra;
- eliminação do risco associado à incerteza dos movimentos futuros da taxa de câmbio.

I.2.2.2.1. A redução dos custos de transacção

A eliminação dos custos de transacção é o ganho mais evidente associado a uma união monetária. No entanto, com a simples fixação das taxas de câmbio é pouco provável que se consigam concretizar todos os ganhos possíveis em termos de redução dos custos de transacção associados à conversão de uma moeda noutra. A razão para tal reside no seguinte facto: a fixação irrevogável das taxas de câmbio não elimina na sua totalidade as dúvidas em relação ao carácter irrevogável do compromisso, pelo que os agentes económicos de cada país vão continuar a utilizar a moeda nacional. Ou seja, as moedas continuam a ser substitutos imperfeitos.

Sendo substitutos imperfeitos permanece a necessidade de converter as moedas, pelo que continuam a existir custos associados à sua conversão, custos esses que permanecem idênticos aos existentes antes do acordo cambial. Esta mesma ideia é fundamentada pela evidência empírica, na medida em que é possível constatar que as diferenças entre as taxas de câmbio de compra e venda ("spread") não é muito sensível à volatilidade entre as moedas envolvidas. Por exemplo, De Grauwe (1992a) calculou a diferença entre as taxas de câmbio de compra e venda entre o Franco Belga e o Marco Alemão, e o Franco Belga e outras incluindo o Dólar. Concluiu que apesar da estabilidade cambial entre o Marco e o Franco Belga, o que acontece é que as diferenças encontradas entre o "spread" para estas duas moedas e o "spread" para o Dólar e o Franco Belga não é significativo, confirmando-se assim a ideia de que a estabilidade entre as moedas não contribui para a redução dos custos de transacção²⁷.

I.2.2.2.2. A redução da incerteza

No que diz respeito à incerteza associada às taxas de câmbio, esta será totalmente eliminada com a sua fixação irrevogável. No entanto é necessário referir quais os benefícios associados à eliminação da incerteza nesta área. Existem quatro aspectos em que a incerteza desempenha um papel a ter em conta:

- a) o comércio intra-comunitário;
- b) o bem estar;

²⁷ De Grauwe (1994) apresenta evidência empírica que confirma estas conclusões.

- c) o sistema de preços;
- d) o crescimento económico.

I.2.2.2.2.1. O impacto no comércio intra-comunitário

Uma análise cuidada do período entre as duas Grandes Guerras²⁸ permite concluir que a variabilidade das taxas de câmbio reais (o índice de preços domésticos em relação ao índice de preços externos convertido em moeda doméstica pela taxa de câmbio) é superior quando a variabilidade da taxa de câmbio nominal é maior²⁹ (Eichengreen, 1990). A maior variabilidade das taxas de câmbio afecta os preços relativos, tornando-os menos estáveis. Esta maior volatilidade dos preços relativos terá, segundo Eichengreen (1990), desencorajado o comércio internacional.

Portanto a fixação cambial ao moderar a variabilidade das taxas de câmbio reais deverá promover o comércio intra união (Eichengreen, 1990). Esta conclusão não é no entanto consensual. Por exemplo, Gros e Thygesen (1992) alertam para a fraca relação entre o comércio e a incerteza associada às taxas de câmbio, o que permite supor um fraco impacto da fixação das taxas de câmbio no comércio entre países que formem uma união monetária³⁰.

²⁸ O período entre 1921 e 1936 foi caracterizado por três arranjos monetários internacionais:

- a) taxas de câmbio flexíveis (no período de 1921 a 1925);
- b) taxas de câmbio fixas (no período de 1927 a 1931);
- c) e taxas de câmbio flexíveis mas com intervenções governamentais no mercado cambial para limitar a flutuação (de 1932 a 1936) (Eichengreen, 1990).

²⁹ Eichengreen (1990) concluiu, para o período de 1921 a 1936, que a volatilidade da taxa de câmbio real foi 20% superior no regime com taxas de câmbio flexíveis em comparação com o regime de taxas de câmbio flexíveis mas geridas. E foi o dobro neste último arranjo monetário quando comparado com o regime de taxas de câmbio fixas.

³⁰ Gros e Thygesen (1992) estimam em 0.25% o incremento do comércio entre Estados membros, para o caso concreto da UEM na Europa.

I.2.2.2.2.2. O impacto no bem estar

A incerteza referente às taxas de câmbio, ao provocar incerteza em relação aos preços, poderá ter ainda consequências negativas no bem-estar. Isto é, se assumirmos como válida a hipótese de que os agentes são avessos ao risco, parece pacífica a ideia de que uma redução da incerteza provocará um aumento do bem-estar.

No entanto existem certos aspectos que permitem questionar esta ideia e põem em causa a sua validade (De Grauwe, 1992a):

- a) a comparação entre o excedente do produtor num contexto de incerteza versus certeza, no âmbito da teoria do produtor;
- b) a comparação do excedente do consumidor num contexto de incerteza versus certeza, no âmbito da teoria do consumidor;
- c) a consideração do risco como uma oportunidade de obter lucros.

Vamos então considerar a teoria microeconómica e em particular a teoria do produtor. Tomemos em consideração o caso mais simples: um produtor que tem como objectivo a maximização do lucro numa situação de concorrência perfeita. Consideremos a sua curva de custos marginais (curva que nos proporciona a medida da alteração nos custos para uma dada alteração no produto³¹) que se encontra representada na figura 1.

³¹ Ver, por exemplo, Varian (1990).

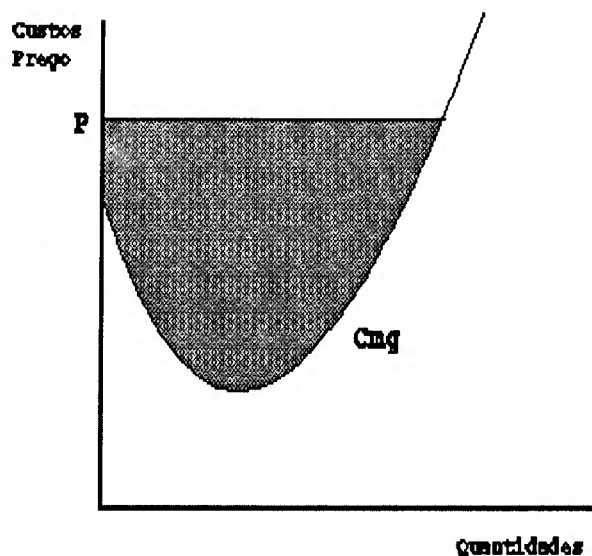


Figura 1

Consideremos ainda que existem dois regimes de preços. Num dos regimes existe a possibilidade do produtor conhecer o preço através de uma estimativa do mesmo, não existindo portanto qualquer incerteza. No segundo regime existe incerteza quanto ao preço do produto. Vamos admitir que os preços flutuam de forma simétrica (em torno de p_2) entre p_1 e p_3 (ver figura 2).

No regime onde não existe incerteza (figura 1) o excedente do produtor (representado a sombreado) é perfeitamente conhecido. No regime onde existe incerteza o excedente do produtor depende do preço, ou seja, aumenta com o incremento do preço e diminui com a descida do mesmo (ver figura 2).

Comparando os dois casos é possível concluir que no regime onde existe incerteza o excedente do produtor é mais elevado em média do que no regime onde os preços são conhecidos com

certeza (o excesso é representado na figura 2 pelos triângulos a sombreado)³².

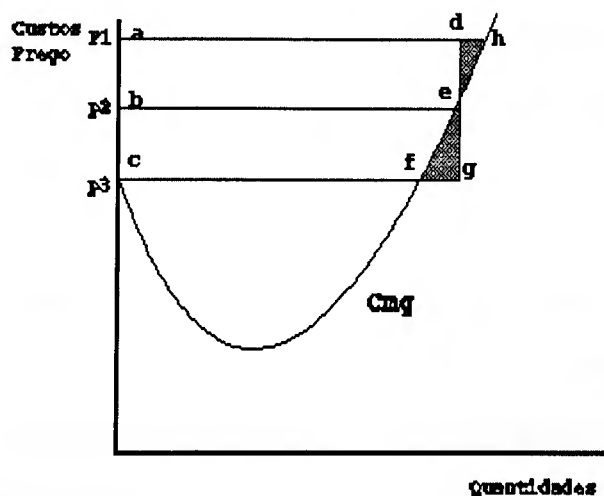


Figura 2

Esta conclusão é o resultado da flutuação das quantidades que o produtor oferece quando o preço varia no regime de preço incerto. Deste modo, quando o preço se revela superior atingindo o nível p_1 , então o produtor aumenta as quantidades oferecidas; pelo contrário, quando o preço desce para p_2 o produtor diminui as quantidades oferecidas. Este comportamento permite aumentar os ganhos no primeiro caso e reduzir as perdas no segundo, pelo que em termos globais o excedente do produtor se revela superior quando existe incerteza.

Para podermos concluir algo sobre o impacto da incerteza no bem estar é necessário termos em consideração dois aspectos indissociáveis:

- a) o diferencial entre excedentes;

³² De Grauwe (1992a) chega à mesma conclusão mas refere-se ao excedente do produtor como o lucro do produtor, o que apenas é válido se considerarmos que os custos fixos são nulos.

b) e os diferentes níveis de risco.

Se os tivermos em consideração observa-se que o aumento do bem estar induzido pelo incremento do excedente pode não ser suficiente para compensar o maior risco associado ao segundo regime de preços.

Podemos fazer uma analogia entre esta situação e o problema da escolha de projectos de investimento num contexto de incerteza. O primeiro caso não tem qualquer risco associado (sem incerteza), proporcionando um "output" certo; o segundo caso proporciona um "output" incerto, mas que em média é superior ao proporcionado pelo regime de preço conhecido.

Se os agentes são avessos ao risco então para aceitarem um projecto com risco exigem um prémio de risco positivo, suficiente para compensar o risco assumido.

Neste caso concreto temos então três situações possíveis:

- a) se o diferencial entre os excedentes é igual ao prémio de risco exigido então os produtores são indiferentes quanto às duas alternativas e a redução da incerteza não terá qualquer impacto no bem estar dos produtores;
- b) se o diferencial entre os excedentes é superior ao prémio de risco exigido então os produtores preferem o segundo regime, pelo que a redução na incerteza implica uma perda de bem estar;
- c) se o diferencial entre os excedentes é inferior ao prémio de risco exigido então os produtores preferem o

primeiro regime, pelo que a redução na incerteza implica um ganho de bem estar.

Concluindo, o bem estar do produtor poderá aumentar, diminuir ou permanecer constante quando se elimina a incerteza, dependendo do grau de aversão ao risco dos produtores e do diferencial entre os dois regimes de preços analisados relativamente ao risco e ao excedente do produtor.

No que diz respeito à teoria do consumidor é possível retirar uma conclusão idêntica. Isto é, num regime de preços incertos o excedente do consumidor é superior do que no caso dos preços serem conhecidos com exactidão (De Grauwe, 1992a).

Tal como no caso do produtor, os consumidores reagem às variações dos preços atenuando os custos inerentes a uma subida dos preços, na medida em que reduzem o consumo e potenciam os benefícios inerentes a uma baixa dos preços, pois nesse caso aumentam o consumo.

Mais uma vez em termos de bem-estar nada é possível concluir. Assim, num regime sem incerteza o "output" é em média inferior mas o risco é nulo, enquanto que no regime de preços incertos um "output" em média superior surge associado a um certo nível de risco. Existe portanto a necessidade de ponderar os dois factores relevantes, a dimensão do excedente do consumidor e o risco associado, antes de decidir sobre qual o impacto da redução da incerteza.

Conforme atrás exposto a conclusão não é imediata, dependendo do grau de aversão ao risco do consumidor. A dimensão do prémio de risco exigido constituirá portanto um factor imprescindível para se chegar a uma conclusão objectiva sobre o impacto da redução da incerteza no bem-estar.

Outro aspecto a considerar, que lança a dúvida sobre o impacto da redução do risco de câmbio no bem-estar, é a consideração do risco como oportunidade de negócio (De Grauwe, 1992a).

Consideremos que as exportações são uma opção que pode ou não ser exercida pelos potenciais exportadores de acordo com a evolução da taxa de câmbio. Se a moeda doméstica evoluir na direcção mais favorável para as exportações então os detentores dessa opção (todos os produtores de produtos transaccionáveis) exercem-na. Se a evolução das taxas de câmbio for desfavorável ao exercício da opção, estes abstém-se de exercer esta opção.

O preço da opção depende de vários factores, nomeadamente do risco do activo de suporte. Quanto maior o risco, "caeteris paribus", maior o valor da opção (Elton e Gruber, 1991; Haugen, 1993).

Se continuarmos com a analogia, temos que quanto maior a incerteza associada às taxas de câmbio maior o valor da opção. Portanto a eliminação da incerteza reduz o valor da opção, que é a possibilidade de exportar, deixando em pior situação as firmas detentoras desta opção.

I.2.2.2.2.3. O impacto no sistema de preços

A redução da incerteza relativamente ao sistema de preços, devida ao incremento da estabilidade cambial (em especial em relação às taxas de câmbio reais) é um factor adicional a ter em conta, na medida em que contribui para um incremento da eficiência do sistema de preços enquanto mecanismo de afectação dos recursos (De Grauwe, 1992a: 68).

O aumento da eficiência terá lugar devido a dois aspectos distintos:

- a) a eliminação dos custos de ajustamento associados às alterações na taxa de câmbio real, que não reflectem alterações nos preços relativos;
- b) o incremento da qualidade da informação posta à disposição dos agentes pelo sistema de preços.

I.2.2.2.2.4. O impacto no crescimento económico

Mas a redução da incerteza inerente às taxas de câmbio poderá ainda conduzir a benefícios de carácter dinâmico. Isto é, a redução da incerteza poderá provocar um aumento na taxa de crescimento do produto³³ que a prazo conduza a ganhos bastante mais significativos do que os proporcionados pelos benefícios até agora analisados (Gros e Thygesen, 1992: 252)³⁴.

³³ Cf. De Grauwe (1992a).

³⁴ Para o caso concreto da UEM na Europa o aumento da taxa de rendimento do capital corrigida do risco (devido à eliminação do risco de câmbio) ao induzir aumentos do investimento poderá conduzir a ganhos de crescimento acumulados no longo prazo na ordem dos 5% do PIB (admitindo uma redução moderada do prémio de risco de 0,5 pontos percentuais) in Commission des Communautés Européennes (1990: 90).



Vamos então proceder à apresentação do referencial teórico indispensável para uma análise do impacto da redução da incerteza na taxa de crescimento do produto. Baldwin (1991), num estudo cujo objectivo consiste na apresentação dos aspectos microeconómicos da UEM, introduz sumariamente o modelo de crescimento tradicional ou modelo de crescimento neoclássico.

Considere-se uma economia onde o stock de capital (K), a força de trabalho (L) e o produto por trabalhador (PNB/L) se relacionam com base na seguinte expressão, que representa a função de produção:

$$(PNB/L) = \beta K^\theta \left(\frac{K}{L}\right)^\alpha \quad (I.6)$$

onde θ é um parâmetro que nos proporciona uma medida para as economias de escala; vamos admitir que $\theta = 0$; o parâmetro α resulta da elasticidade produção do trabalho (que é igual a $1 - \alpha$); o parâmetro β é a medida da eficiência. Para facilitar a análise ignorar-se-à, de acordo com Baldwin (1991), a força de trabalho e o progresso técnico (que altera o β).

O stock de capital de equilíbrio é determinado com base numa perspectiva de optimização intertemporal. Assim sendo, o stock de capital de equilíbrio é definido como aquele que garante a igualdade entre os benefícios marginais associados ao

incremento do stock de capital e os custos marginais inerentes a esse acréscimo.

De um ponto de vista macroeconómico, o investimento significa consumo adiado, pelo que o custo marginal de investir é resultante do custo de adiar o consumo no tempo, ou seja, o custo marginal de investir é-nos dado pela taxa de desconto, enquanto que os benefícios do investimento adicional são dados pelo produto marginal do capital. O stock de capital de equilíbrio será portanto o resultado da igualdade entre a taxa de desconto e o produto marginal do capital, isto na ausência de incerteza (Baldwin, 1991).

No entanto, se considerarmos que o investimento envolve riscos, então é necessário ter em atenção que investir implica trocar uma coisa certa (o consumo presente) por algo incerto (consumo futuro). Para lidar com esta situação é necessário termos presente que ao trocar um resultado certo por um "output" incerto os agentes exigem um prémio, o prémio de risco. A diferença entre o rendimento esperado e o equivalente certo constitui portanto esse prémio de risco. Adoptando esta ideia, temos que o equivalente certo (rendimento esperado ajustado pelo risco = benefícios marginais do investimento num contexto de incerteza), ao igualar a taxa de desconto (indicador do "trade-off" entre consumo presente e futuro = custo marginal de investir), dá-nos o stock de capital de equilíbrio (Commission des Communautés Européennes, 1990: 84; Baldwin, 1991: 29).

Portanto, um aumento do rendimento esperado ajustado pelo risco induzirá um excesso dos benefícios de investir em relação aos custos, o que incrementará a criação de capital, contribuindo para taxas de crescimento do produto superiores. No entanto o aumento das taxas de crescimento será apenas temporário, isto é, a prazo retornam ao seu nível inicial. Este último resultado ocorre porque a produtividade marginal esperada do capital reduz-se à medida que o rácio K/L aumenta (Baldwin, 1991). Desta forma os aumentos de capital induzidos pelo aumento do rendimento esperado conduzirão a uma redução da produtividade marginal do capital que repõe a prazo a situação inicial em termos de crescimento económico.

Vamos agora analisar o impacto de uma redução da incerteza neste modelo. Existe alguma convicção no sentido de considerar que a união monetária, ao reduzir a incerteza do risco cambial, pode levar a uma redução do prémio de risco. Se tal for um facto então isso significa um aumento do rendimento esperado ajustado pelo risco, o que, como vimos atrás, terá um impacto positivo temporário sobre a taxa de crescimento do produto. Concluindo, a fixação das taxas de câmbio de forma irrevogável e a consequente redução do risco não contribui apenas para os efeitos estáticos já analisados mas proporciona ainda um efeito dinâmico de médio prazo (elevação temporária da taxa de crescimento do produto).

I.2.2.3. Os benefícios dinâmicos resultantes do incremento da eficiência

Os benefícios dinâmicos associados a uma união monetária não se reduzem a este benefício induzido pela redução da incerteza. Alguns dos benefícios atrás referidos são benefícios que à partida induzem ganhos de eficiência. Esses ganhos de eficiência, para além do efeito directo³⁵ que exercem sobre o crescimento do PNB, têm um efeito indirecto sobre o ambiente de investimento, contribuindo para a sua melhoria. A melhoria do ambiente de investimento e o crescimento do PNB actuam sobre a formação de capital, induzindo um acréscimo da mesma. Este incremento do investimento deverá contribuir para ganhos de crescimento superiores aos ganhos originais associados ao aumento da eficiência.

Vamos então analisar o referencial teórico capaz de fundamentar estes ganhos dinâmicos adicionais. Consideremos ainda o modelo atrás apresentado passando no entanto a considerar a abordagem do rácio poupança/PNB constante. Vamos então admitir que a poupança e investimento da economia é uma fracção constante (s) do PNB. Consideremos ainda que o investimento deve ser canalizado para um de dois destinos:

- a) repor o capital depreciado, com δ taxa de depreciação;
- b) criar mais capital. Quando todo o investimento é canalizado para repor a totalidade das amortizações

³⁵ Estes ganhos directos de eficiência são estimados em cerca de 0,4% do PIB comunitário e conduzem a ganhos dinâmicos na ordem dos 0,496% a 0,96% do PIB (Commission des Communautés Européennes, 1990).

então o rácio capital/trabalho é o rácio de equilíbrio (Baldwin, 1991: 28).

Um aumento da eficiência, mesmo que definitivo e único, terá um impacto positivo no rácio capital/trabalho de equilíbrio. Mais concretamente, esse ganho de eficiência induz um deslocamento para cima da curva de produção e da curva de oferta de investimento ($SS = s(PNB/L)$), pelo que o rácio K/L de equilíbrio deverá aumentar, correspondendo esse aumento à criação de capital que deverá elevar mais o PNB do que os próprios efeitos estáticos (Baldwin, 1991: 28).

Mas estes efeitos não passam de efeitos de médio prazo no crescimento do produto. Existe ainda a possibilidade de ocorrerem efeitos de longo prazo no crescimento do produto de países que levem a cabo uma união monetária. A consideração desses efeitos implica a necessidade de considerar modelos um pouco diferentes dos já analisados. Vamos então apresentar um simples modelo que tem em conta estes efeitos de longo prazo. Nos modelos até agora analisados o produto marginal do capital é decrescente. Tal facto tem como principal implicação a limitação no tempo de qualquer impacto sobre o investimento, o que limita os efeitos no produto a efeitos temporários.

Os novos modelos sobre o crescimento económico procuram tornar endógeno este crescimento, admitindo para tal que o produto marginal do capital (ou de qualquer outro factor) não é decrescente. O aspecto chave destes novos modelos é a elasticidade dos factores de produção. Consideremos então uma

reformulação do modelo já analisado atrás em que a função de produção assume agora a seguinte forma:

$$PNB = \beta K^{\alpha+\theta} L^{1-\alpha} \quad (I.7)$$

Se a elasticidade do produto é inferior a um $[(\alpha+\theta) < 1]$, então o capital apresenta rendimentos decrescentes à escala.

Se a elasticidade do produto é igual a um $[(\alpha+\theta) = 1]$, então o capital apresenta rendimentos constantes à escala.

Se a elasticidade do produto é maior que um $[(\alpha+\theta) > 1]$, então o capital apresenta rendimentos crescentes à escala.

Os rendimentos decrescentes à escala têm como consequência que qualquer impacto sobre a eficiência apenas tem efeitos temporários na taxa de crescimento do produto. Para que esses efeitos sejam permanentes (e portanto de longo prazo), é necessário que os rendimentos sejam constantes ou crescentes à escala. Vamos admitir por hipótese que $(\alpha+\theta) = 1$, pelo que quando o rácio K/L aumenta o produto marginal do capital mantém-se constante, não existindo consequentemente um nível final estável para K/L . Ou seja, independentemente do rácio K/L uma unidade adicional de capital incrementa o produto de $\beta L^{(1-\alpha)}$.

A taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo é calculada procedendo-se da seguinte forma:

- a) calcula-se o stock de capital no período $t+1$ (K_{t+1}) utilizando a função de poupança $S_t = sPNB_t$, pelo que ficamos com $K_{t+1} = K_t(1-\delta) + S_t$, e substituindo a expressão da poupança em K_{t+1} ficamos com $K_{t+1} = K_t(1-\delta) + s\beta K_t L_t^{(1-\alpha)}$;

b) de seguida calcula-se o PNB correspondente ao período

$${}_{t+1} PNB_{t+1} = BK_t(1-\delta)L_t^{(1-\alpha)} + sB^2K_tL_t^{2(1-\alpha)};$$

c) por fim calcula-se o rácio PNB_{t+1}/PNB_t ficando-se com a

$$\text{seguinte expressão final } (1+g) = (1-\delta) + s\beta L_t^{(1-\alpha)}.$$

Esta última expressão revela-se importante na medida em que acentua que o crescimento de longo prazo surge como função do factor que expressa as variações da eficiência (β). Portanto neste caso e ao contrário dos modelos tradicionais, os aumentos de eficiência associados a uma união monetária levam a um acréscimo permanente na taxa de crescimento do PNB, ou seja, com base neste referencial teórico é possível perspectivar um efeito de longo prazo da união na taxa de crescimento do produto (Baldwin, 1991).

I.3. Uma União Monetária com uma moeda única

Vamos agora analisar os custos e benefícios adicionais, inerentes à criação de uma moeda única.

I.3.1. Custos adicionais inerentes à moeda única

Os custos adicionais resultantes da adopção de uma moeda única são pouco significativos e resultam da necessidade de converter os registos contabilísticos e os contratos (financeiros) de médio e longo prazo (Gros e Thygesen, 1992: 256).

Assim, os custos da passagem para uma moeda única são custos que ocorrem apenas no momento da adopção da nova moeda e depois cessam de ocorrer.

I.3.2. Benefícios adicionais associados à moeda única

Os benefícios adicionais resultantes da adopção de uma moeda única podem ser agrupados em três grandes pontos:

- a) reforço da credibilidade do arranjo cambial, o que tornará mais certa a convergência entre taxas de inflação;
- b) eliminação dos custos de transacção;
- c) a redução do montante de reservas necessárias;
- d) o reforço dos ganhos dinâmicos associados a taxas de crescimento mais elevadas.

I.3.2.1. O reforço da credibilidade do arranjo cambial

Como referimos acima, a simples fixação da taxa de câmbio se não for considerada totalmente credível por parte dos agentes económicos pode não ser suficiente para assegurar uma convergência ampla das taxas de inflação entre Estados membros. Pelo que um arranjo cambial em que o país B adopte a moeda do país A ou uma nova moeda comum ao dois Estados, ao contribuir para eliminar a possível desconfiança dos agentes económicos em relação ao futuro comportamento das autoridades do país B, potencia os benefícios inerentes a uma redução sustentada da taxa de inflação que caracteriza uma união monetária dessa natureza.

1.3.2.2. A eliminação dos custos de transacção

Como já foi referido, é de admitir que a eliminação dos custos de transacção inerentes à conversão de uma moeda noutra apenas é possível de conseguir com a adopção de uma moeda única. Com a eliminação desses custos é possível obter ganhos devido ao seu desaparecimento puro e simples (dado que constituem a "deadweight loss"³⁶) e também porque permitem ganhos indirectos.

Os ganhos indirectos relacionam-se com o aumento da eficácia do sistema de preços. Ou seja, a existência destes custos é suficiente para provocar uma segmentação dos mercados que, por seu lado, é responsável pela discriminação de preços, o que contribui para uma redução da eficiência do sistema. Portanto a redução dos custos de transacção, ao diminuir a segmentação dos mercados, permitirá a atenuação da discriminação de preços por mercado conduzindo a ganhos de eficiência.

1.3.2.3. A redução das reservas

Com a simples fixação irrevogável das taxas de câmbio continuará a existir a necessidade de manter um montante de reservas significativo, afim de assegurar a defesa das taxas de câmbio intra-união (Gros e Thygesen, 1992: 254). No entanto, a adopção de uma moeda única permitirá a redução

³⁶ Os custos de transacção associados à conversão de uma moeda noutra são ineficientes, isto é, conduzem a uma perda de eficiência. Stiglitz (1988) analisa esta mesma questão (a ineficiência produzida pelos custos de transacção) mas no sentido de se justificar ou não a oferta pública de bens.

desse volume de reservas, que poderá ser aplicado noutra actividade mais rentável. A canalização destes recursos, assim libertados para outras actividades, deverá proporcionar um volume de rendimentos apreciável que deve, apesar de tudo, ser relativizado, dado que as reservas são normalmente aplicadas e portanto já proporcionam um certo rendimento que deve ser deduzido aos ganhos inerentes às novas aplicações. Isto é, na prática o ganho resultante da redução do volume de reservas deverá ter um peso pouco significativo.

I.3.2.4. O reforço dos ganhos dinâmicos

Em relação aos ganhos dinâmicos a adopção de uma moeda única ao consolidar alguns dos ganhos de eficiência atrás referidos deverá contribuir para potenciar os ganhos dinâmicos directos e indirectos de médio e longo prazo já analisados.

I.4. Um modelo formal das zonas monetárias óptimas

Neste ponto vamos apresentar um modelo formal das zonas monetárias óptimas proposto por Bayoumi (1994).

Trata-se de um modelo de equilíbrio geral com uma diferenciação de produtos por regiões. Os aspectos relevantes do modelo são os seguintes:

- a) admite a existência de rigidez nominal, os salários podem subir em períodos onde se verifique um excesso de procura mas não podem descer abaixo de um certo nível em períodos de procura reduzida;
- b) não apresenta regras explícitas em relação aos activos financeiros e à política do governo;
- c) admite que cada região é totalmente especializada na produção de um bem em particular;
- d) utiliza formas funcionais simples.

Em relação à produção, considera-se a existência de várias regiões, com uma estrutura económica igual mas produzindo cada região um produto diferente. Para além disso cada região têm disponível uma certa quantidade fixa do factor trabalho. A função produção para a região i é dada por,

$$Y_i = L_i^\alpha e^{\epsilon_i} \quad (\text{I.8})$$

onde Y_i é a produção do bem produzido na região i , L_i é o "input" - factor trabalho na região, α um parâmetro sempre

menor que um e ε_{it} é um choque com distribuição normal de média zero e independente em relação ao regime cambial.

Logaritmizando a função de produção (todas as variáveis logaritmizadas estão em letras minúsculas) esta passa a ter a seguinte forma,

$$y_i = \alpha l_i + \varepsilon_{it} \quad (I.9)$$

A quantidade máxima de trabalho disponível na região é um, pelo que $l_i \leq 1$. A região 1 é diferente das restantes regiões na medida em que ε_{1t} é sempre igual a zero, ou seja, não sofre choques de produtividade. Tal facto implica que o nível de produto de pleno emprego é um, pelo que $y_1=0$. O preço do produto na região 1 é P_1 .

O mercado de trabalho é competitivo, pelo que o salário real ($w_i/P_i E_i$) é igual ao produto marginal do factor trabalho,

$$w_i - p_i + e_i = \log(\alpha_i) + \varepsilon_{it} - (1-\alpha)l_i \quad (I.10)$$

onde w_i é o salário na moeda local e E_i a taxa de câmbio bilateral com a região 1. Os salários nominais são rígidos. A resposta do salário nominal em moeda local (w_i) depende do excesso de procura no mercado de trabalho quando o salário está ao nível normal ($\omega=\alpha$). O salário normal é o salário que assegura o pleno emprego quando não se verifica a ocorrência de choques de produtividade $\varepsilon_{it}=0$ e a taxa de câmbio E_i é normalizada (Bayoumi, 1994: 5). Se houver excesso de procura

relativamente ao trabalho nesse ponto, então o salário nominal é incrementado até ao nível onde seja consistente com o pleno emprego. Se a procura de trabalho é inferior à do nível de pleno emprego, então o salário deverá permanecer no nível inicial dando origem a desemprego.

Existe uma relação entre o mercado de trabalho e o regime cambial. Se a região opta por taxas de câmbio flexíveis, então o salário é sempre o correspondente ao nível normal, enquanto que o equilíbrio de pleno emprego é assegurado pelo ajustamento da taxa de câmbio. Se, pelo contrário, a taxa de câmbio for fixada então a rigidez à descida do mercado de trabalho conduz a percas de produto motivadas por desemprego.

Cada região tem de estabelecer o seu regime cambial com a(s) outra(s) regiões. Se a região i optar por manter separada a sua moeda relativamente à moeda da região j , então a relação E_i/E_j pode variar. Os custos desta flexibilidade consistem em custos de transacção que são modelizados, considerando que os bens que saem da região j chegam à região i reduzidos da proporção $(1-T_j)$, com $T_j=T$ para toda e qualquer transacção com o exterior entre regiões que não pertencem a uma união monetária. Se a região i e j optarem por constituir uma união então o rácio E_i/E_j é fixado com um valor igual a um e é adoptada a taxa de câmbio comum E_{ij} . Nesse caso admite-se que os custos de transacção são zero, o que corresponde a não ter em consideração os custos de transporte, que por hipótese são considerados nulos. No caso de uma união entre várias regiões a taxa de câmbio comum é calculada como uma média geométrica

das taxas de câmbio individuais. As taxas de câmbio individuais consideradas são aquelas que asseguram o pleno emprego com os salários iguais ao nível normal ω (as que se verificariam se as taxas de câmbio permanecessem flexíveis).

O rendimento de cada região é-nos dado pelo produto nominal da região $Y_i P_i$. O consumo na região j é determinado com base numa função de utilidade Cobb-Douglas,

$$U_j = \sum_{i=1}^N \beta_{ji} \log(C_{ji}) - \phi \quad (I.11)$$

onde C_{ji} é o consumo do bem i na região j , ϕ é uma constante igual a $\sum \beta_{ji} \log(\beta_{ji})$ e β_{ji} é a proporção de rendimento da região j canalizada para o consumo do bem i . O coeficiente β_{ji} deve satisfazer os seguintes critérios:

- $\sum_i \beta_{ji} = 1$, isto é, o somatório em i deve ser igual a um para todo o j ;
- $\sum_j \beta_{ji} = 1$, isto é, o somatório em j deve ser igual a um para todo o i .

Como existem custos de transacção entre regiões que não fazem parte de uma mesma união, a procura dirigida a um produto no local de produção é superior ao consumo no ponto de chegada (local onde vão ser consumidos). No ponto de produção a procura dirigida ao bem i pela região j é dado por,

$$Y_{ji} = j \frac{\beta_{ji} P_j Y_j}{P_i} \quad (\text{I.12})$$

As hipóteses implicam que os rendimentos de todas as regiões são iguais a um. O consumo do bem i na região j é dado por,

$$C_{ji} = \frac{\beta_{ji}(1-T_j)}{P_i} \quad (\text{I.13})$$

com $T_j=T$ para regiões fora da união, e $T_j=0$ para regiões pertencentes a uma mesma união.

Vamos agora analisar algumas condições de equilíbrio a que chegou Bayoumi (1994). Consideremos o caso em que não se estabeleceu qualquer união. Nessa situação as taxas de câmbio são flexíveis, pelo que o salário nominal é estabelecido ao nível normal verificando-se uma situação de pleno emprego, o que implica que a taxa de câmbio $e_i = \varepsilon_{it}$ e $y_i = \varepsilon_{it}$. Como a taxa de câmbio em cada região é livre para responder aos choques de produtividade assimétricos verifica-se o pleno emprego de recursos, pelo que o "output" no ponto de produção é maximizado. Mas a não existência de uma união tem os seus custos, os custos de transacção, que correspondem à perda de produção entre a região de produção e consumo. A dimensão deste custo aumenta com o peso das trocas entre regiões. Para a região j , a dimensão do custo inerente à não constituição de uma união com a região i depende da proporção do produto dessa região (o produto i) no cabaz de consumo da região j , isto é, depende de β_{ji} (Bayoumi, 1994: 9). A função utilidade da região j é-nos dada por,

$$U_j = \sum_{i=1}^N \beta_{ji} \varepsilon_{it} - \sum_{i \neq j} \beta_{ji} \log(1-T) \quad (\text{I.14})$$

No entanto o cenário que nos interessa é o de uma união monetária com mais de duas regiões. Consideremos então a existência de uma união constituída por k regiões. Relativamente à situação de inexistência de união temos as seguintes diferenças:

- a) existe um ganho para as regiões que aderiram à união, a eliminação dos custos de transacção em relação aos produtos que vêm das outras regiões que fazem parte da união;
- b) existe um custo que resulta da redução esperada do produto no contexto da união devido à rigidez dos salários e devido à adopção de uma moeda comum.

Qualquer região quando sujeita a choques de produtividade pode encontrar-se numa das seguintes situações:

- a) se o choque que a afecta é superior à média dos choques que afectam a união como um todo, então a região vive uma situação de pleno emprego;
- b) se o choque que a afecta é inferior à média dos choques que afectam a união como um todo, então a região vive uma situação de subemprego (redução do "output").

A redução esperada do "output" de uma dada região é dada por,

$$E(\Delta y_i) = -\alpha N(o,1) \sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{i\varepsilon_k} + \sigma_{\varepsilon_k}^2} \quad (\text{I.15})$$

onde $N(0,1)$ é a função densidade de probabilidade para uma variável com média de zero e desvio padrão de um, σ_i^2 é a variância dos choques de produtividade que afectam a região i , $\sigma_{\varepsilon_k}^2$ é a variância da média dos choques de produtividade que afectam toda a união ($\overline{\varepsilon_k}$) e $\sigma_{i\varepsilon_k}$ representa a covariância entre os choques de produtividade na região i e a média dos choques de produtividade que afectam a união. Em termos de bem estar, a alteração esperada da utilidade no região i devido ao exercício da opção de constituir uma união entre k regiões é,

$$E(\Delta U_i) = \sum_{k \neq i} \beta_{ik} r - \sum_k \beta_{ik} N(0,1) \sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{i\varepsilon_k} + \sigma_{\varepsilon_k}^2} \quad (\text{I.16})$$

onde $r=(1-t)$. A alteração esperada da utilidade da região (que ficou de fora da união) é,

$$E(\Delta U_1) = -\sum_k \beta_{1k} N(0,1) \sqrt{\sigma_k^2 - 2\sigma_{k\varepsilon_k} + \sigma_{\varepsilon_k}^2} \quad (\text{I.17})$$

A equação (I.16) ilustra os ganhos e prejuízos associados à constituição e adesão a uma união (Bayoumi, 1994). O primeiro termo indica quais os ganhos de bem estar devidos à redução dos custos de transacção, dependendo a dimensão deste benefício do grau em que os consumidores domésticos preferem os produtos das outras regiões da união. O segundo termo ilustra-nos a dimensão da redução de bem estar e depende da importância de todos os bens produzidos na união no consumo e ainda da dimensão (esperada) e correlação entre choques (Bayoumi, 1994: 14). A equação (I.17) dá-nos os custos

suportados pela região 1 (que ficou de fora) devido à criação da união. Esses custos resultam da diminuição do "output" na união.

Como vimos a decisão de não aderir a uma união em formação não é inócua, no sentido de que quem fica de fora suporta igualmente certos custos sem qualquer benefício, o que induz uma redução inequívoca do bem estar para as regiões que ficam de fora da união.

No entanto Bayoumi (1994: 15) determinou ainda qual a variação esperada da utilidade de uma região j que resolva aderir a uma união já constituída por k regiões,

$$E(\Delta U_j) = \sum_k \beta_{jk} r - \beta_{jj} N(0,1) \sqrt{\sigma_j^2 - 2\sigma_{j\bar{\epsilon}_{k+j}} + \sigma_{\bar{\epsilon}_{k+j}}^2} - \sum_k \beta_{jk} N(0,1) \left[\sqrt{\sigma_k^2 - 2\sigma_{k\bar{\epsilon}_{k+j}} + \sigma_{\bar{\epsilon}_{k+j}}^2} - \sqrt{\sigma_k^2 - 2\sigma_{i\bar{\epsilon}_{k+j}} + \sigma_{\bar{\epsilon}_k}^2} \right] \quad (I.18)$$

onde $\bar{\epsilon}_{k+j}$ representa a média dos choques, incluindo o novo membro j . O primeiro termo ilustra os já referidos ganhos devidos à redução dos custos de transacção. O segundo termo indica quais os custos em termos de bem estar devidos aos choques assimétricos que afectam a região que vai aderir (região j). O último termo representa a diminuição na utilidade resultante da redução do produto nas regiões que já se encontravam na união, devida à redução das correlações entre os choques individuais e à média dos choques em toda a união.

Comparando as equações (I.16) e (I.18), conclui-se que as alterações no bem estar devidas à adesão de uma região a uma união já existente são sempre superiores às verificadas quando se está a constituir de início uma união com as mesmas regiões. Na origem deste resultado está a já referida perda de utilidade por parte das regiões que ficam de fora da união. Pelo que, quando essas regiões aderem a uma união já existente, a redução de bem estar que tiveram de suportar quando se encontram de fora da união não entra para os cálculos dos efeitos negativos no bem estar, da adesão à união (Bayoumi, 1994: 15-16).

Uma das hipóteses base para as conclusões expressas atrás é a de que não existia mobilidade do factor trabalho, isto é, a dotação do factor trabalho é fixa para cada região. Vai-se agora alterar a hipótese inicial. Admita-se que todo o trabalho que seja requerido para uma região permaneça nessa região, se o trabalho não for empregue pode deslocar-se para outra região da união monetária (Bayoumi, 1994: 18). No entanto, existem custos para essa mobilidade. A região que recebe o trabalho, apenas vê chegar uma proporção δ do trabalho que não é empregue nas regiões em dificuldades.

O impacto desta nova hipótese resume-se em dois aspectos:

- a) o produto de equilíbrio na região onde o trabalho não é totalmente afectado mantém-se igual ao apresentado sob a hipótese de ausência de mobilidade, dado que o nível de emprego permanece constante;

b) o produto de equilíbrio na região para onde se desloca o trabalho, vindo das regiões em dificuldades, é (atendendo a esta última hipótese) superior, dado que o nível de emprego é agora superior.

Em suma, a mobilidade do factor trabalho contribui para reduzir, numa união como um todo, as quebras do produto devidas à construção dessa união monetária, isto é, reduz os custos inerentes à criação de uma união monetária (Bayoumi, 1994: 19).

Esta ideia pode ser confirmada através das alterações na utilidade. Considere-se a alteração esperada da utilidade, (devida à criação da união monetária entre a região i e k) na região i (região com excesso de procura de trabalho e para onde se desloca o trabalho da região k que atravessa uma depressão),

$$E(\Delta U_i) = \beta_{ik}r - \alpha(\beta_{ii} + \beta_{ik})(1 - \delta)N(0,1)\sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{i\epsilon_k} + \sigma_{\epsilon_k}^2} \quad (I.19)$$

onde $r=(1-t)$. A alteração esperada da utilidade da região 1 (que ficou de fora da união) é,

$$E(\Delta U_1) = -\alpha(\beta_{1i} + \beta_{1k})(1 - \delta)N(0,1)\sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{ik} + \sigma_k^2} \quad (I.20)$$

Para compararmos a situação com e sem mobilidade do factor trabalho é necessário apresentar de seguida as equações respeitantes à união monetária entre duas regiões quando a mobilidade do factor trabalho está ausente.

Admita-se a criação de uma união monetária entre duas regiões, a região i e a região k. A região i será a região com excesso de procura de trabalho e a região k será a região onde a oferta de trabalho é superior à procura. Se não existir mobilidade do factor trabalho, o valor esperado da alteração da utilidade para a região i (devido à criação da união monetária) é,

$$E(\Delta U_i) = \beta_{ik}r - \alpha(\beta_{ii} + \beta_{ik})N(0,1)\sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{i\epsilon_k} + \sigma_{\epsilon_k}^2} \quad (I.21)$$

A alteração esperada da utilidade da região 1 (que ficou de fora da união) é,

$$E(\Delta U_1) = -(\beta_{1i} + \beta_{1k})N(0,1)\sqrt{\sigma_i^2 - 2\sigma_{ik} + \sigma_k^2} \quad (I.22)$$

Comparando a equação I.19 com a equação I.21 pode-se concluir (Bayoumi, 1994: 19) que:

- a) os ganhos resultantes da união monetária permanecem os mesmos;
- b) os custos da união monetária são reduzidos de $(1-\delta)$. No caso extremo de perfeita mobilidade do trabalho não existirá qualquer custo associado à união monetária.

Este modelo proporciona algumas ideias interessantes sobre os efeitos de uma união monetária no bem estar das várias regiões que optem por aderir ou não a essa união monetária. O primeiro aspecto que merece relevo é o resultado certo de que as regiões que ficam de fora tem perdas inequívocas de bem estar.

O outro aspecto relevante é que as regiões que aderem à união podem vir a obter um acréscimo do bem estar.

Este modelo é interessante pois proporciona uma abordagem formal às zonas monetárias. Apesar disso o carácter restritivo e abstracto das suas hipóteses implica uma ponderação cuidada na interpretação e extrapolação das conclusões.

Em suma, esta análise não dispensa a enumeração dos custos e benefícios associados à construção de uma união monetária, isto é, as limitações do modelo, resultantes das suas hipóteses, não lhe permitem substituir uma análise custos-benefícios assente na enumeração e tratamento exaustivo dos mesmos.

I.5. Comparando os custos e benefícios - Considerações finais

Uma comparação dos custos e benefícios em abstracto é difícil, se não impossível, de realizar. Como já foi referido, é necessário proceder a uma avaliação concreta para nos podermos pronunciar sobre a adequação ou não de determinada união.

Não obstante, segundo autores como De Grauwe (1992a) e Gros e Thygesen (1992), é possível avançar com a ideia de que quanto maior a abertura ao exterior dos países envolvidos menores os custos e maiores os benefícios.

Assim sendo, os países com um elevado grau de abertura ao exterior e em particular com um elevado grau de comércio intra-união, podem constituir entre si uma união monetária com a garantia de que os benefícios acabam por suplantar os custos. Por outro lado países com um grau de abertura demasiado reduzida devem encarar com certas reservas a hipótese de constituir ou aderir a uma união monetária, na medida em que à luz desta observação nada lhes permite pensar que os benefícios são suficientes para compensar os custos.

Outro aspecto igualmente relevante é a diferença entre a estrutura económica de cada país isolado e a estrutura económica da média dos países que ambicionam construir uma União Monetária. Como já foi referido, quanto mais idêntica for a estrutura económica dos países que constituem uma união menor a probabilidade de ocorrência de choques específicos a

um país e portanto menor o custo inerente à perda da taxa de câmbio.

Estes dois elementos podem ser combinados da seguinte forma, o comércio intra-união pode ser considerado como um indicador dos benefícios potenciais enquanto que o grau de divergência entre a estrutura económica pode ser considerado como um indicador dos custos associados à união monetária (Gros e Thygesen, 1992). A ponderação destes dois aspectos poderá dar uma indicação de quais os países que mais beneficiam com a União Monetária na Europa e que países devem ficar de fora devido ao excesso de custos sobre os benefícios (observe-se o quadro 4).

Custos e benefícios calculados para cada Estado da União Europeia

Países	Benefícios	Custos
Bélgica/Luxemburgo	44.5	-1.39
Dinamarca	13.65	-6.47
Alemanha	14.35	-1.81
Grécia	13.25	-14.01
Espanha	8.95	-2.07
França	12.95	-0.71
Irlanda	38.85	-8.48
Itália	9.7	-2.02
Holanda	34.2	-5.14
Portugal	24.55	-10.31
Reino Unido	10.7	-8.40

Nota: Benefícios = a importância do comércio intra-comunitário em relação ao PNB.

Custos = $(R^2 - 1) * 100$, indicador estatístico das diferenças entre as estruturas económicas do país em causa e a estrutura média da comunidade. Em que R é o coeficiente de correlação ajustado entre os valores nacionais e a média da comunidade da proporção de 30 sectores económicos no valor acrescentado total.

Fonte: Gros e Thygesen (1992)

Quadro 4

Muitos outros aspectos pesam na ponderação dos custos e benefícios, pelo que qualquer análise em abstracto é por demais provisória para constituir mais do que uma indicação ou referência para uma análise mais séria.

Apesar das limitações desta análise podemos concluir que:

- i) uma avaliação dos custos e benefícios para o caso concreto da União Monetária na Europa deixa algumas dúvidas sobre se para todos os países os benefícios superam os custos;
- ii) existem dúvidas sobre se a União Europeia constitui uma zona monetária óptima;
- iii) apesar destas dúvidas sobre o impacto económico da União Monetária na Europa, os Estados membros concluíram, com base na consideração de aspectos extra-económicos, que no computo geral os benefícios superam os custos pelo que decidiram avançar. Decisão que parece ser suportada pelo modelo de Bayoumi (1994), na medida em que este modelo conclui que ficar de fora num processo de unificação envolve sempre perdas de bem estar enquanto que quem adere pode aumentar o seu bem estar.

Dada a decisão de avançar para a União Monetária por parte da União Europeia vamos, no próximo capítulo, expor, analisar e avaliar a estratégia de construção da União Monetária adoptada no Tratado de Maastricht.

II. O TRATADO DE MAASTRICHT

II.1. A estratégia de construção da União Monetária - uma breve exposição³⁷

O Tratado da União Europeia, conhecido por Tratado de Maastricht por ter sido assinado em 7 de Fevereiro de 1992 nessa pequena cidade holandesa, veio institucionalizar a estratégia por estádios com vista à concretização de uma União Económica e Monetária (UEM), estratégia antes preconizada pelo relatório Delors. O tratado estabelece de facto uma estratégia por estádios, tal como o relatório Delors, mas vai mais longe dado que define datas precisas para cada um dos estádios e quais os critérios que é necessário satisfazer para a passagem à terceira e última fase do processo de unificação económica e monetária.

A primeira fase deste processo (que podemos considerar ter tido o seu início em Julho de 1990, isto é, antes da própria assinatura do tratado) é caracterizada pela abolição do que resta dos controlos de capitais por parte dos Estados membros, e teve o seu fim a 1 de Janeiro de 1994 (data por ocasião da qual deve existir uma total e perfeita mobilidade de capitais entre Estados membros).

O segundo estágio é caracterizado pela instituição e entrada em funções do Instituto Monetário Europeu (IME). O IME será

³⁷ Este ponto consiste numa análise do Tratado da União Europeia com base na organização e versão consolidada de Santos (1992). Os artigos do tratado e protocolos referidos no texto serão fornecidos em anexo.

dirigido por um Conselho composto por um Presidente e pelos governadores dos bancos centrais dos Estados membros (de acordo com o artigo 109.º-F do Tratado que institui a Comunidade Europeia, que se encontra em anexo).

Esta nova personalidade jurídica terá como principais responsabilidades e incumbências (segundo o artigo 109.º-F do Tratado que Institui a Comunidade Europeia), o reforço da cooperação entre os bancos centrais nacionais, a preparação da terceira fase e a elaboração, o mais tardar até 31 de Dezembro de 1996, do quadro (administrativo, organizativo e logístico) dentro do qual vai funcionar o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).

Este último organismo, do qual o IME surge como precursor, deverá apenas iniciar funções em conjunto com o Banco Central Europeu (BCE) aquando do início da terceira fase.

Esta última fase será marcada pela adopção de uma moeda única e terá início em 1 de Janeiro de 1997 se a maioria³⁸ dos Estados membros verificarem os critérios de convergência económica; caso contrário, e se até final de 1997 não for fixada a data de início da terceira fase, esta entrará em vigor em 1 de Janeiro de 1999 com os Estados membros que na altura verificarem os critérios em causa.

³⁸ Por maioria, entenda-se, pelo menos sete Estados membros.

As seguintes decisões pertencem exclusivamente ao Conselho Europeu³⁹:

- a) se a maioria dos Estados membros satisfaz as condições necessárias para a adopção de uma moeda única;
- b) se é conveniente avançar para a terceira fase;
- c) qual a data para o início da terceira fase.

A deliberação terá por base dois relatórios, um relatório do IME e outro da Comissão Europeia. Estes relatórios deverão incidir sobre os progressos alcançados pelos Estados membros no cumprimento das obrigações relativas à UEM e sobre o grau de convergência económica sustentada (com base na observância, por cada Estado, dos critérios de convergência económica).

Como se pode constatar, os critérios de convergência desempenham um papel de relevo no processo de transição para a União Monetária da Europa, dado que condicionam o acesso dos Estados membros candidatos à terceira e última fase do processo em questão.

Os critérios em causa podem resumir-se nos seguintes pontos:

- a) o diferencial de inflação para com a média da inflação dos três melhores Estados membros em termos de inflação deve ser igual ou inferior a 1,5 pontos percentuais;
- b) o diferencial da taxa de juro de longo prazo em relação à média das taxas de juro dos três melhores Estados

³⁹ Órgão que reúne pelo menos duas vezes por ano e que agrupa os chefes de Estado e de Governo, e o Presidente da Comissão Europeia. A Comissão Europeia é um organismo comunitário composto por 17 comissários Europeus designados pelos Estados membros para um mandato de quatro anos, detentores da iniciativa política da Comunidade, capacidade de implementação da legislação e controlo.

- membros em termos de inflação deve ser igual ou inferior a dois pontos percentuais;
- c) o défice orçamental não deve exceder os três pontos percentuais em relação ao Produto Nacional Bruto (PNB);
 - d) a dívida pública não deve superar os 60% do PNB;
 - e) cada Estado membro deve respeitar as margens de flutuação normais previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem tensões graves durante pelo menos os últimos dois anos, e nomeadamente não deve desvalorizar por iniciativa própria a taxa de câmbio central bilateral da sua moeda em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro durante o mesmo período.⁴⁰

Estes critérios, tal como aqui são referidos, fazem parte de dois protocolos anexos ao Tratado que institui a Comunidade Europeia adoptados pelo Tratado da União Europeia, o chamado Tratado de Maastricht. O critério da dívida pública e o critério do défice orçamental fazem parte do Protocolo sobre o Procedimento Relativo aos Défices Excessivos (PPRDE). Os restantes critérios fazem parte do Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência (PRCC) a que se refere o artigo 109.º -J do Tratado que institui a Comunidade Europeia. Na verdade também os critérios respeitantes às finanças públicas

⁴⁰ A interpretação dada a este critério é a de que a banda normal é a banda de 2,25% para cada lado pelo que o critério assume a seguinte forma; nos dois anos precedentes à entrada na UEM a moeda de cada Estado deve ter participado na banda de 2,25 % do Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio (MTC) sem ter sido alvo de qualquer realinhamento para baixo, portanto a sua taxa de câmbio bilateral face a qualquer moeda dos outros Estados membros participantes no mecanismo não se deve desvalorizar no período em causa.

são referidos neste protocolo, no entanto a sua valorização tem apenas lugar no PPRDE.

Destes factos pode-se concluir que no corpo do próprio Tratado não existe qualquer valor de referência para cada critério. Ou seja, o artigo 109.º -J indica quais os critérios que devem servir de guia para a avaliação da existência de um elevado grau de convergência sustentada, mas não refere qualquer valor concreto para esses critérios. No caso da sustentabilidade das finanças públicas, remete para o artigo 104.º -C, mas também este artigo não concretiza em valores os critérios, remetendo antes para o Procedimento Relativo aos Défices Excessivos (n.º 2 do artigo em causa).

O artigo 104.º -C, revela-se, no entanto, de grande importância, dado que introduz uma certa flexibilidade na interpretação dos critérios referentes às finanças públicas, flexibilidade essa concretizada na possibilidade de um Estado membro não verificar os valores de referência e não ser desclassificado com base nestes critérios se:

- a) no caso do défice orçamental a relação tiver baixado de forma consistente e tiver atingido um nível próximo do valor de referência, ou se o desvio em relação ao valor de referência for considerado excepcional, temporário e pouco significativo;
- b) no caso da dívida pública a relação tiver baixado significativamente, de forma consistente e tiver atingido um nível próximo do valor de referência.

Por outro lado, a não verificação dos critérios fiscais por parte de determinado Estado-membro deverá dar lugar a um relatório da Comissão que tenha em consideração as despesas de investimento e a situação económica e orçamental a médio prazo desse Estado membro.

Conjugando estes aspectos com o artigo 6.º do Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência (artigo que refere a possibilidade do Conselho substituir este protocolo pelas disposições necessárias à definição dos critérios de convergência, a que se refere o artigo 109.º -J) e com o n.º 14 do artigo 104.º -C (ponto que refere a possibilidade de se substituir o Procedimento Relativo aos Défices Excessivos por disposições apropriadas aprovadas pelo Conselho), pode-se concluir que:

- a) o Tratado da União Europeia não precisa de ser alterado no caso de se revelar necessário e sensato alterar os critérios de convergência, bastando para tal uma deliberação unânime por parte do Conselho, sob proposta da Comissão e após consulta do Parlamento Europeu⁴¹, do IME ou do BCE conforme o caso;
- b) os critérios de convergência devem ser encarados de uma forma flexível (pelo menos no que diz respeito à sustentabilidade fiscal).

⁴¹ Instituição eleita por sufrágio directo de cinco em cinco anos. Tem como funções:

- a) legislar;
- b) controlar o orçamento;
- c) controlar a Comissão;
- d) e controlar acordos internacionais.

Outro aspecto interessante é o papel dos critérios depois de concretizada a UEM. Uma leitura dos artigos 103.º e 3.º -A permite concluir que, mesmo após a realização da UEM, os Estados membros que não beneficiam de uma prorrogação (os que verificaram os critérios e pertencem a UEM), devem levar a cabo políticas económicas que não comprometam o bom funcionamento da União Económica e Monetária (Nº 4 do artigo 103.º) e que observem os seguintes pontos orientadores: preços estáveis, finanças públicas e condições monetárias sólidas (nº 3 do artigo 3.º -A).

Portanto, é de admitir que os critérios "supra dictum" condicionem não só a passagem à última fase do processo de unificação, mas e também a política económica dos Estados membros que não beneficiem de uma prorrogação. Ou seja, estes critérios continuarão a ser válidos mesmo depois de alcançada a UEM.

II.2. Uma avaliação crítica dos critérios adoptados

Vamos agora apresentar uma apreciação crítica aos critérios de convergência nominal referidos no ponto II.1.

II.2.1. Diferencial entre as taxas de inflação

O Tratado da União Europeia é bem explícito no que diz respeito aos diferenciais de inflação entre os Estados membros. Para passar à terceira e última fase do processo de unificação os vários Estados envolvidos devem atingir um elevado grau de convergência no que respeita à taxa de inflação. Apenas os países cuja taxa de inflação não exceda em mais de 1,5 pontos percentuais a média das taxas de inflação dos três países com a menor taxa de crescimento dos preços, poderão ambicionar formar uma UEM.

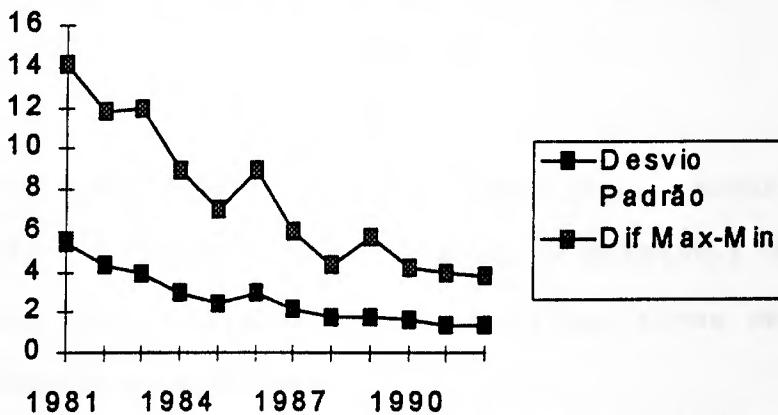
Apesar da sua objectividade e pertinência, este não é um critério consensual, nem isento de críticas. Se um certo grau de convergência entre as taxas de inflação é condição "sine qua non" para se proceder a uma UEM, o que justifica em parte a necessidade de um critério impondo um certo nivelamento das taxas de inflação dos vários Estados membros, a verdade é que nem com o recurso à teoria nem com o recurso à evidência empírica é possível fundamentar a opção dos legisladores por tão elevado grau de convergência.

Neste ponto, vamos fundamentar a afirmação expressa acima, com base na teoria económica e na evidência empírica.

II.2.1.1. O ponto da situação

Para proceder a uma análise deste critério, surge como útil esclarecer desde já qual o ponto da situação, no que diz respeito ao nível de convergência entre as taxas de inflação dos vários Estados membros, dando especial atenção aos países que participaram ou participam no Sistema Monetário Europeu (SME).

Divergência entre as taxas de inflação*



* Para a Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Espanha.

Fonte: International Monetary Fund (1993)

Figura 3

Como é fácil de constatar pela figura 3 e pelo quadro 5, desde os anos 80 até 1991 verificou-se uma forte redução da divergência entre as taxas de inflação dos países que fazem parte do MTC do SME.

As taxas de inflação na União Europeia

Tx. Inflação	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bélgica	7,6	8,7	7,7	6,3	4,9	1,3	1,6	1,2	3,1	3,4	3,2	2,4
Dinamarca	11,7	10,1	6,9	6,3	4,7	3,7	4	4,6	4,8	2,6	2,4	2,1
França	13,4	11,8	9,6	7,4	5,8	2,5	3,3	2,7	3,5	3,4	3,1	2,6
Alemanha	6,3	5,3	3,3	2,4	2,2	-0,1	0,2	1,3	2,8	2,7	3,5	2,8
Grécia	24,5	20,9	20,2	18,4	19,3	23	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,8
Irlanda	20,4	17,1	10,5	8,6	5,4	3,8	3,1	2,2	4	3,4	3,2	2,6
Itália	19,5	16,5	14,7	10,8	9,2	5,8	4,7	5,1	6,3	6,4	6,4	5,2
Luxemburgo	8,1	9,4	8,7	5,6	4,1	0,3	-0,1	1,5	3,4	3,7	3,1	3,1
Holanda	6,7	5,9	2,8	3,3	2,2	0,1	-0,7	0,7	1,1	2,5	3,9	3,7
Portugal	20	22,7	25,1	29,3	19,3	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9
Espanha	14,5	14,4	12,2	11,3	8,8	8,8	5,3	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9
Reino Unido	11,9	8,6	4,6	5	6,1	3,4	4,1	4,9	7,8	9,5	5,9	3,7
Desvio Padrão	6,14	5,69	6,73	7,54	5,83	6,61	4,72	3,82	3,9	5,5	4,93	3,94
Dif Max-Min	18,2	17,4	22,3	26,9	17,1	23,1	17,1	12,8	12,6	17,9	17,1	13,7
Desvio Padrão*	5,36	4,28	3,87	3,03	2,47	2,98	2,2	1,72	1,77	1,58	1,36	1,32
Dif Max-Min*	14,1	11,8	11,9	8,9	7	8,9	6	4,4	5,7	4,2	4	3,8

* Para a Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Espanha

Fonte: International Monetary Fund (1986, 1993)

Quadro 5

No entanto, apesar da enorme convergência em termos de taxas de inflação a verdade é que continuam a persistir diferenças relevantes, isto é, alguns países verificam taxas de inflação permanentemente superiores.

II.2.1.2. A divergência entre as taxas de inflação e os diferenciais de produtividade

Será que quando a taxa de câmbio é fixada a divergência entre taxas de inflação é sempre insustentável?

Para aprofundar esta questão, vamos recorrer a um modelo apresentado por De Grauwe (1992).

O modelo tem por pressuposto a existência de dois países, A e B, e dois sectores, o sector de bens transaccionáveis e o sector de bens não-transaccionáveis.

O índice de preços no consumidor é dado pela média ponderada da inflação verificada no sector de bens transaccionáveis ($\pi_{T,i}$ com $i =$ país A ou país B) e da inflação verificada no sector de bens não-transaccionáveis ($\pi_{NT,i}$ com $i =$ país A ou país B), em que o ponderador é o factor a que corresponde à fracção de bens não-transaccionáveis no índice de preços.

$$\pi_i = (1-a)\pi_{T,i} + a\pi_{NT,i} \text{ com } i = \text{país A ou país B (II.1)}$$

Como se pode facilmente constatar, admite-se que a proporção de bens não-transaccionáveis é igual para ambos os países.

Admitindo que os países mantêm fixa a taxa de câmbio bilateral, então temos que a taxa de inflação no sector de bens transaccionáveis deve verificar a seguinte condição de equilíbrio: $\pi_{T,A} = \pi_{T,B}$.

Considere-se também que o custo unitário do factor trabalho (CUT_i com $i =$ país A ou país B) é dado pela diferença entre a taxa de crescimento do salário nominal (W_i com $i =$ país A ou país B) e a taxa de crescimento da produtividade (Q_i para o sector de bens transaccionáveis e V_i para o sector de bens não-transaccionáveis com $i =$ país A ou país B).

Considerando que a taxa de crescimento dos preços nos dois sectores deve ser igual à taxa de crescimento do custo unitário do factor trabalho temos:

$$CPU_i = \pi_{T,i} = W_i - Q_i \text{ com } i = \text{país A ou país B} \quad (\text{II.2})$$

$$CPU_i = \pi_{NT,i} = W_i - V_i \text{ com } i = \text{país A ou país B} \quad (\text{II.3})$$

Sabendo que:

$$\pi_{NT,i} = \pi_{T,i} + Q_i - V_i \text{ com } i = \text{país A ou país B} \quad (\text{II.4})$$

Substituindo (II.4) em (II.1) temos para cada país:

$$\pi_A = (1-a)\pi_{T,A} + a(\pi_{T,A} + Q_A - V_A) \quad (\text{II.5})$$

$$\pi_B = (1-a)\pi_{T,B} + a(\pi_{T,B} + Q_B - V_B) \quad (\text{II.6})$$

Subtraindo (6) a (5) temos a seguinte expressão:

$$\pi_A - \pi_B = a(Q_A - Q_B) - a(V_A - V_B) \quad (\text{II.7})$$

De Grauwe (1992) admite ainda que a produtividade do sector de bens não-transaccionáveis é igual para os dois países ($V_A = V_B$). Admitindo a mesma hipótese, a expressão (II.7) passa a apresentar a seguinte forma:

$$\pi_A - \pi_B = a(Q_A - Q_B) \quad (\text{II.8})$$

Expressão que, sendo de equilíbrio, nos permite constatar que dois países que mantêm fixa a taxa de câmbio bilateral podem mesmo assim manter uma certa divergência entre taxas de inflação sem que isso levante problemas de sustentabilidade, desde que o diferencial de produtividade entre sectores transaccionáveis seja suficiente para compensar o país que apresentar a taxa de inflação mais elevada. Mais concretamente, se o país A apresentar uma taxa de inflação superior à do país B ($\pi_A > \pi_B$) então a manutenção da taxa de câmbio bilateral fixa não levanta problemas de competitividade se a taxa de produtividade do sector de bens transaccionáveis no país A for suficientemente elevada em relação à taxa de produtividade do sector de bens transaccionáveis no país B ($Q_A > Q_B$).

Em suma, após o exposto anteriormente podemos considerar que a resposta à questão "ut supra" é negativa, na medida em que países com uma taxa de produtividade do sector de bens transaccionáveis superior a média, podem também manter uma taxa de inflação superior à da média dos países com quem estabeleceram a taxa de câmbio fixa sem ter problemas de competitividade que provoquem a prazo a insustentabilidade do sistema cambial. Para que tal seja um facto basta que a equação (II.8) seja verificada.

II.2.1.3. O grau de convergência em termos de inflação das uniões monetárias consolidadas

Qual o grau de convergência atingido por uniões monetárias sólidas?

Para responder a esta questão vamos recorrer aos dados compilados por De Grauwe (1992) para o caso Alemanha e os dados compilados por Poloz (1990)⁴² no caso do Canadá.

No caso da Alemanha, De Grauwe (1992) conclui que o desvio padrão das taxas de inflação verificadas nos Länder da Alemanha no período de 1986 a 1990 é de 0,5% e a diferença entre o índice de preços do Länder com a taxa de inflação máxima e o índice de preços do Länder com a taxa de inflação mínima, para o ano de 1990 (ano base 1986), é de 1%. Comparando com o que se passa no seio do SME é nítida a diferença de convergência. Assim, procedendo-se aos cálculos necessários para o mesmo período, conclui-se que a média do desvio padrão para os países do SME é de 8,1%, enquanto que a diferença entre o índice de preços do país com taxa de inflação máxima e o índice de preços do país com taxa de inflação mínima no ano de 1990 (ano base de 1985) é de 14.4%.

⁴² Poloz, S. (1990), "Real exchange rate adjustment between regions in a common currency area", Bank of Canada (retirado de Commission des Communautés Européennes - Direction Générale des Affaires Économiques et Financières, 1990)

II.2.1.3. O grau de convergência em termos de inflação das uniões monetárias consolidadas

Qual o grau de convergência atingido por uniões monetárias sólidas?

Para responder a esta questão vamos recorrer aos dados compilados por De Grauwe (1992) para o caso Alemanha e os dados compilados por Poloz (1990)⁴² no caso do Canadá.

No caso da Alemanha, De Grauwe (1992) conclui que o desvio padrão das taxas de inflação verificadas nos Länder da Alemanha no período de 1986 a 1990 é de 0,5% e a diferença entre o índice de preços do Länder com a taxa de inflação máxima e o índice de preços do Länder com a taxa de inflação mínima, para o ano de 1990 (ano base 1986), é de 1%. Comparando com o que se passa no seio do SME é nítida a diferença de convergência. Assim, procedendo-se aos cálculos necessários para o mesmo período, conclui-se que a média do desvio padrão para os países do SME é de 8,1%, enquanto que a diferença entre o índice de preços do país com taxa de inflação máxima e o índice de preços do país com taxa de inflação mínima no ano de 1990 (ano base de 1985) é de 14.4%.

⁴² Poloz, S. (1990), "Real exchange rate adjustment between regions in a common currency area", Bank of Canada (retirado de Commission des Communautés Européenes - Direction Générale des Affaires Économiques et Financières, 1990)

Como se pode constatar a convergência entre Länders na Alemanha nada têm a ver com a verificada no seio do SME. Apesar disso continua a persistir um certo diferencial, bastante reduzido mas que não está totalmente eliminado. Tal facto sugere-nos que, se após tantos anos de união monetária entre Länders não foi possível atingir uma total convergência em termos de inflação, então é possível que o nível de convergência preconizado por Maastricht seja demasiado exigente, dado que será pouco provável que Estados independentes consigam um nível de convergência em termos de inflação próximo do obtido no seio de uma antiga união monetária.

Os dados recolhidos por Poloz (1990) para o Canadá vem reforçar o que foi afirmado anteriormente. Assim, para o período de 1980 a 1987, o desvio médio entre os índices de preços no consumidor para oito cidades do Canadá foi de 1,6 e o desvio máximo de 2,2.

Podemos concluir que:

- i) uniões monetárias já constituídas há longos anos não conseguiram eliminar as diferenças entre as taxas de inflação de diferentes cidades ou Länders, conseguindo atingir elevados níveis de convergência mas nunca uma convergência total;
- ii) é provável que se se tiver em consideração os elementos já referidos, a convergência preconizada por

Maastricht em termos de inflação seja demasiado exigente.

II.2.1.4. A convergência necessária em termos de inflação para a concretização da UEM

Qual o grau de convergência, entre taxas de inflação, necessário para a concretização de uma UEM?

Para responder a esta questão podemos recorrer a duas abordagens (De Grauwe, 1992):

- a) a primeira diz-nos que proceder a uma união monetária é proceder a uma reforma do sistema monetário, pelo que o passado pouco importa. Assim, um país com uma elevada taxa de inflação pode constituir uma união monetária com um país com uma baixa taxa de inflação, sem problemas de maior e sem uma prévia convergência em termos de inflação;
- b) a segunda abordagem é designada por "a perspectiva Alemã" e assenta nos fracos incentivos que a Alemanha terá para constituir uma UEM, dado que as suas autoridades monetárias têm uma credibilidade inegável e a taxa de inflação é baixa. Sendo assim, os países com autoridades monetárias pouco credíveis e com elevadas taxas de inflação, devem dar garantias à Alemanha de que com a UEM este último país não será posto perante uma situação de maior permissividade perante a inflação, pelo que o critério referente à taxa de inflação funciona como uma garantia de que

todos os Estados se comprometem com o objectivo estabilidade dos preços para que no futuro haja garantias de que o Banco Central Europeu e o SBCE sejam, pelo menos, tão credíveis, no combate à inflação, quanto o Bundesbank.

Pode-se concluir que o critério do Tratado de Maastricht no que diz respeito à convergência entre taxas de inflação dos Estados membros, é um critério aceitável enquanto ideia central (necessidade de uma certa convergência em relação às taxas de inflação), mas muito difícil de fundamentar, quer do ponto de vista teórico, quer tendo em consideração a evidência empírica quando temos em atenção o grau de convergência exigido.

Conjugando a dificuldade de cumprir o critério e a fraca confirmação teórica e empírica da sua validade, leva-nos a concluir que é provável que os custos associados a este objectivo (políticas recessivas num período de recessão, redução das receitas de senhoriagem nos países do sul) sejam um preço demasiado alto para as vantagens (de cariz incerto) inerentes ao seu cumprimento.

II.2.2. Diferencial entre as taxas de juro de longo prazo

Não é apenas em relação à taxa de inflação que o Tratado da União Europeia procura impôr uma maior convergência. Também relativamente à taxa de juro de longo prazo é imposto o critério de convergência que passamos a referir:

- o diferencial da taxa de juro de longo prazo em relação à média da taxa de juro dos três melhores Estados membros em termos de inflação deve ser igual ou inferior a dois pontos percentuais.

Dos critérios que constam do Tratado da União Europeia este é o que faz menos sentido, podendo-se-lhe apontar as seguintes críticas:

- a) a primeira crítica resulta da variável em causa, a taxa de juro de longo prazo. De facto, a variável taxa de juro de longo prazo não é uma variável controlável pelas autoridades monetárias, pelo que, ao estabelecer a necessidade de se cumprir um critério sobre a variável em questão está-se a impôr aos bancos centrais dos países membros uma tarefa que lhes é impossível cumprir. Esta consideração é suficientemente relevante para deitar por terra qualquer tentativa de fundamentar este critério;
- b) por outro lado, o novo enquadramento institucional inerente à UEM, com um sistema monetário hierarquizado em que o SEBC ocupará o topo e deterá a exclusiva competência na definição da política monetária para o conjunto da união e a adopção de uma moeda única, conduzirá a uma convergência plena das taxas de juro no

seio da união, incluindo as taxas de juro de longo prazo. Ou seja, a UEM cria as condições necessárias para eliminar as diferenças de credibilidade entre países, contribuindo assim para anular as diferenças entre os prémios de risco (a componente do prémio de risco inerente ao risco da taxa de câmbio é eliminada pela adopção de uma moeda única) associados aos vários países membros e conduzindo desta forma a uma total convergência em termos de taxas de juro de longo prazo. Pelo que, ao exigir a convergência em termos de taxa de juro durante a fase de transição para a UEM está-se a impôr aos Estados membros um esforço prévio sem justificação, dado que a convergência referida ocorrerá necessariamente após a união sem dificuldades de monta;

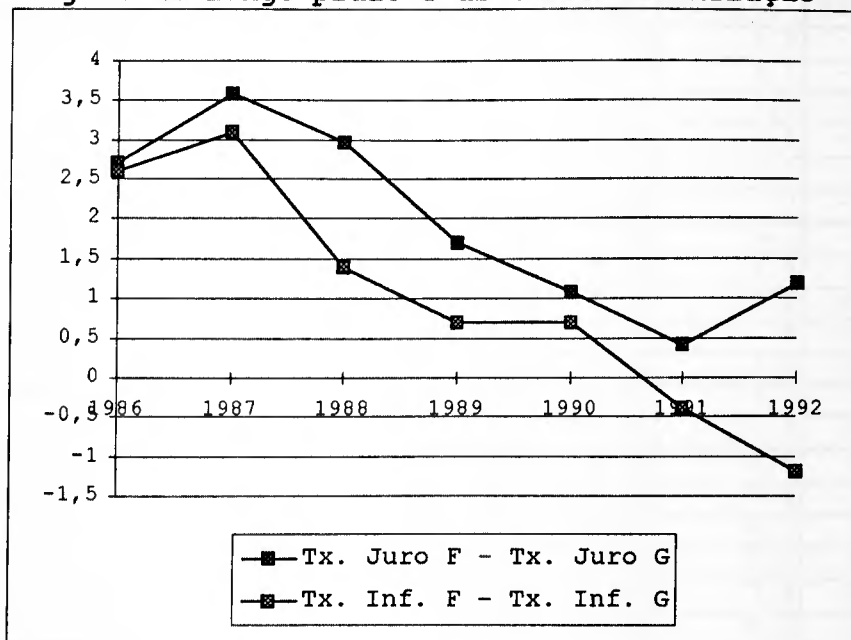
- c) a terceira crítica decorre da ligação entre os diferenciais de inflação e os diferenciais referentes à taxa de juro expressa no texto respeitante ao critério constante do Tratado da União Europeia, que deste modo relaciona a convergência em termos de inflação com a convergência em termos de taxas de juro de longo prazo. Mais concretamente, o critério em causa admite que a taxa de juro de longo prazo funciona como um indicador da alteração (ou não) das expectativas por parte dos agentes, no sentido de aceitarem os novos níveis da taxa de inflação como o nível da taxa de inflação de equilíbrio no longo prazo (funcionando como um indicador de que os agentes económicos consideram credível a nova postura anti-inflacionista das autoridades monetárias). A ideia em si, apesar de apelativa, levanta um sério

problema: na realidade a ligação entre a convergência das taxas de inflação e a convergência das taxas de juro de longo prazo, explícita no texto do Tratado de União Europeia, não existe necessariamente, podendo-se verificar uma situação de elevada convergência entre as taxas de inflação de dois ou mais países sem que os diferenciais entre as taxas de juro de longo prazo patenteie essa situação.

Isso mesmo pode ser observado pela análise e comparação da evolução da diferença entre as taxas de inflação de dois países do SME, França e Alemanha, com a evolução da diferença entre as taxas de juro dos títulos do Estado (longo prazo), para os mesmos países, no período de 1986 a 1992.

Da análise da figura 4 e do quadro 6, pode-se desde logo concluir que entre a França e a Alemanha existe uma tendência para a convergência, quer em termos de inflação, quer em termos de taxas de juro. No entanto, se em termos de inflação, a França conseguiu eliminar na sua totalidade o diferencial existente (apresentando em 92 uma diferença negativa, isto é, apresentando um nível de inflação inferior ao Germânico), a verdade é que em termos de taxas de juro de longo prazo não existe uma convergência total, bem pelo contrário, em 1992 sofreu uma evolução contrária à verificada para a taxa de inflação, acentuando-se a divergência entre a França e a Alemanha no que diz respeito a esta variável em particular.

Diferenciais entre a França e Alemanha em relação às taxas de juro de longo prazo e às taxas de inflação



Fonte: International Monetary Fund (1993)

Figura 4

A evidência empírica, como se pode observar, lança a dúvida sobre a adequação deste critério, dado que nos alerta para a existência de uma certa rigidez que dificulta a convergência entre Estados membros, no que diz respeito ao nível das taxas de juro de longo prazo mesmo após uma total convergência em termos de inflação.

Taxa de Inflação

Ano	Países		
	França	Alemanha	Fr-Al.
1962	5,2	2,9	2,3
1963	5,1	3	2,1
1964	3,1	2,3	0,8
1965	2,7	3,2	-0,5
1966	2,6	3,6	-1
1967	2,8	1,6	1,2
1968	4,6	1,6	3
1969	6,1	1,9	4,2
1970	5,9	3,4	2,5
1971	5,5	5,2	0,3
1972	6,2	5,5	0,7
1973	7,3	7	0,3
1974	13,7	7	6,7
1975	11,8	5,9	5,9
1976	9,6	4,3	5,3
1977	9,4	3,7	5,7
1978	9,1	2,7	6,4
1979	10,8	4,1	6,7
1980	13,3	5,4	7,9
1981	13,4	6,3	7,1
1982	11,8	5,3	6,5
1983	9,6	3,3	6,3
1984	7,4	2,4	5
1985	5,8	2,2	3,6
1986	2,5	-0,1	2,6
1987	3,3	0,2	3,1
1988	2,7	1,3	1,4
1989	3,5	2,8	0,7
1990	3,4	2,7	0,7
1991	3,1	3,5	-0,4
1992	2,8	4	-1,2

Tx. Juro Longo prazo

Ano	Países		
	França	Alemanha	Fr-Al.
1962	5,02	5,9	-0,88
1963	4,97	6,1	-1,13
1964	5,08	6,2	-1,12
1965	5,27	7,1	-1,83
1966	5,4	8,1	-2,7
1967	5,66	7	-1,34
1968	5,86	6,5	-0,64
1969	7,64	6,8	0,84
1970	8,06	8,3	-0,24
1971	7,74	8	-0,26
1972	7,35	7,9	-0,55
1973	8,25	9,3	-1,05
1974	10,49	10,4	0,09
1975	9,49	8,5	0,99
1976	9,16	7,8	1,36
1977	9,61	6,2	3,41
1978	8,96	5,8	3,16
1979	9,48	7,4	2,08
1980	13,03	8,5	4,53
1981	15,79	10,38	5,41
1982	15,69	8,95	6,74
1983	13,63	7,89	5,74
1984	12,54	7,78	4,76
1985	10,94	6,87	4,07
1986	8,62	5,92	2,7
1987	9,43	5,84	3,59
1988	9,06	6,1	2,96
1989	8,79	7,09	1,7
1990	9,96	8,88	1,08
1991	9,05	8,63	0,42
1992	9,15	7,96	1,19

Fonte: International Monetary Fund (1986, 1993)

Quadro 6

Um outro problema associado a esta última crítica é a possibilidade de um comportamento estratégico por parte dos Estados membros (Buiter, 1992). Ou seja, a ligação entre os diferenciais de inflação e os diferenciais referentes às taxas de juro pode levar a que um país, que à partida esteja impossibilitado de verificar o critério analisado neste ponto, se esforce para estar no grupo dos três Estados com melhor taxa

de inflação . Assim é, porque dessa forma o Estado em questão poderá influenciar o critério referente à taxa de juro de longo prazo, dado que este é determinado tendo por base as taxas de juro dos três países que apresentem os melhores desempenhos em termos do critério referente à taxa de inflação.

Como vimos no caso analisado é possível verificar o critério referente à taxa de inflação sem verificar o critério referente à taxa de juro, pelo que o cenário exposto atrás não é de todo impossível de ocorrer. A possibilidade da sua ocorrência torna-se ainda mais evidente se tivermos em consideração que o diferencial das taxas de juro de longo prazo depende essencialmente do prémio de risco associado a cada país, que por seu lado é uma função do risco associado às variações cambiais e do risco de incumprimento inerente a cada Estado membro. Elementos que, durante o processo de transição para a UEM, deverão continuar a apresentar diferenças significativas entre Estados que os responsáveis pela política económica dificilmente poderão atenuar.

Concluindo, podemos afirmar que o critério não faz sentido tendo em conta os seguintes aspectos:

- i) as autoridades monetárias não controlam a variável taxa de juro de longo prazo;
- ii) a convergência deverá ocorrer após a UEM, pelo que não faz qualquer sentido impôr uma convergência prévia;
- iii) a ligação entre a convergência da taxa de inflação e a convergência das taxas de juro de longo prazo explícita no texto do Tratado de União Europeia, não é

necessariamente verdadeira, sendo negada pela observação empírica dos diferenciais entre a Alemanha e a França. Por outro lado, a explicitação desta relação no texto do critério pode dar origem a certos comportamentos que, reflectindo um desempenho estratégico, procuram subverter a lógica dos critérios, explorando as suas falhas como um meio para facilitar o seu cumprimento.

II.2.3. Critérios referentes às finanças públicas

No que diz respeito às finanças públicas são dois os critérios ou exigências impostas pelo tratado para a passagem à última fase do processo de transição para a UEM.

Se é verdade que ambos são assimétricos (no sentido de que apenas impõem limites superiores), um refere-se à dívida pública e o outro ao défice orçamental.

Mais concretamente as exigências são as seguintes:

- o défice orçamental não deve exceder os três pontos percentuais em relação ao Produto Nacional Bruto (PNB);
- a dívida pública não deve superar os 60% do PNB.

Estes dois valores, apesar de objectivos e alcançáveis, pelo menos em termos de média comunitária (dado que o valor respeitante à dívida pública foi aproximadamente a média comunitária no período de 1990-91, enquanto que o do défice é cerca de um ponto percentual inferior ao valor médio para o ano de 1990, exigindo um maior esforço), são alvo de um número elevado de críticas.

O objectivo deste ponto é expor algumas das observações mais relevantes em relação à inadequação e aleatoriedade dos valores em causa, não deixando de reconhecer a necessidade de uma certa disciplina no processo de união, mas salientando



sempre a necessidade de alguma autonomia no âmbito da política fiscal.

II.2.3.1. A origem dos valores de referência

Como prelúdio para uma análise mais vasta destes critérios vamos começar por determinar qual a origem destes dois valores.

Os valores em si não têm nada de notável a assinalá-los, no entanto o tratado da UEM engrandeceu estes dois números, atribuindo-lhes o carácter de critérios eliminatórios no que diz respeito ao acesso à última fase do processo de constituição da União Monetária.

Mas a sua origem é-nos "ocultada", mais propriamente, não nos é fornecido qualquer elemento teórico ou empírico que justifique a escolha daqueles dois importantes valores ao invés de outros quaisquer.

Mas o enigma poderá estar resolvido se tivermos em consideração os trabalhos de Buitter (1992) e Buitter, Corsetti e Roubini (1992) e De Grauwe (1994), nos quais é avançada uma pista para a possível origem dos valores em questão.

Consideremos a seguinte expressão,

$$d_t - d_{t-1} = - \left[\frac{y}{(1+y)} \right] d_t + def_t \quad (\text{II.9})$$

referente à evolução do rácio dívida pública/PNB, onde \underline{def} é o rácio défice/PNB, \underline{d} é o rácio dívida pública/PNB e y é a taxa de crescimento nominal do produto ($y =$ taxa de crescimento do PNB real + a taxa de preços implícita no PNB). Se o rácio da dívida pública/PNB for constante temos,

$$d_t = \left[\frac{(1+y)}{y} \right] def_t \quad (II.10)$$

Equação que nos indica que no longo prazo valores de 3% para o rácio défice/PNB e 60% para o rácio dívida pública/PNB, apenas podem ser consistentes entre si, se admitirmos uma determinada taxa de crescimento de longo prazo do PNB nominal.

Admitindo que a taxa de crescimento do PNB real para a União Europeia será em média de 3%, e considerando que o objectivo estabilidade dos preços se concretiza numa taxa de inflação de 2% então temos uma situação em que um défice de 3% do PNB é consistente em termos de longo prazo com uma dívida pública de aproximadamente 60% do PNB.

Interessa-nos portanto descobrir qual a origem do valor atribuído ao rácio défice/PNB. Buitter, Corsetti e Roubini (1992: 11) levantam a possibilidade deste valor ter origem na célebre "regra de ouro" das finanças públicas (regra que consta da constituição alemã), de acordo com a qual apenas as despesas de capital podem ser financiadas com recurso a empréstimos (ver ponto II.2.3.2.4.). Ora o que de facto

acontece é que as despesas de capital médias da União Europeia foram cerca de 3% do PNB durante um longo período de tempo (entre 1974 e 1989 a média foi de 3.02% e 3% em 1990 e 1991⁴³), e talvez daqui advenha a adopção de um défice de 3% do PNB como regra. A adopção desse valor terá, segundo este raciocínio, origem na pretensão de implementar a ideia de que apenas as despesas de investimento devem ser financiadas com recurso ao crédito.

De Grauwe (1994: 160), apesar de também defender basicamente esta ideia, apresenta um aspecto distinto, na medida em que considera que os critérios foram feitos para a Alemanha, porque durante os anos 80 este foi o único país para o qual estes valores asseguraram um equilíbrio de longo prazo relativamente à dívida pública.

Em suma, estes autores consideram em certa medida que a origem destes valores assenta na consideração em grande parte de interesses da Alemanha, mas divergem num aspecto. Buiter, Corsetti e Roubini (1992) consideram que a referência à "regra de ouro" das finanças públicas na constituição alemã é a justificação para estes valores (por imposição alemã), enquanto De Grauwe (1994) crê que a justificação tem antes a ver com o facto destes valores terem assegurado o equilíbrio das finanças públicas alemãs no passado (anos 80), pelo que poderiam ser considerados como valores de referência para o futuro no caso da Alemanha e por isso tenham sido adoptados por imposição alemã para toda a União Europeia.

⁴³ Valores retirados de Buiter, Corsetti e Roubini (1992).

II.2.3.2. Aspectos que permitem avaliar a adequação destes critérios

São vários os aspectos através dos quais é possível proceder a uma avaliação dos critérios respeitantes à situação orçamental dos Estados membros (Buiter, 1992: 3-16).

Neste trabalho vamos proceder a uma avaliação destes critérios recorrendo a alguns desses argumentos.

II.2.3.2.1. A sustentabilidade da política orçamental

Os economistas quando se referem à política orçamental têm em atenção não apenas os desvios em relação aos resultados que se procuram atingir mas e também se essa política é sustentável.

O conceito de sustentabilidade é, fundamentalmente, um conceito associado a uma boa gestão das finanças públicas. Consiste em saber se, tendo em consideração a política orçamental levada a cabo pelas autoridades responsáveis, é possível manter a dívida pública dentro de limites considerados aceitáveis.

Ou seja, é necessário ter em atenção se a política orçamental efectuada está a conduzir a dívida pública para uma situação excessiva.

É portanto um conceito que, para ser operacional, implica a

definição precisa do que se entende por política orçamental definida pelas autoridades e o que se percebe como sendo uma dívida excessiva.

Vamos iniciar a dedução da restrição intertemporal do orçamento (Comission des Communautés Européennes, 1993: 112-115) do Estado e analisar o conceito de sustentabilidade, com base na identidade orçamental para um único período em tempo contínuo:

$$\frac{\partial B}{\partial t} = G - T + (r + \pi)B - \frac{\partial M}{\partial t} \quad (\text{II.11})$$

Sendo **B** a dívida pública bruta em termos nominais, **G** a despesa pública em bens e serviços, **T** a transferência de rendimentos e riqueza para o Estado (impostos), **r** a taxa de juro real (admite-se que é uma constante e ainda que os agentes são neutrais face ao risco, o que implica a inexistência de diferenças entre as taxas de juro de curto e longo prazo), π a taxa de inflação que se assume constante e por fim $\frac{\partial M}{\partial t}$ o crescimento na base monetária.

Podemos apresentar esta identidade em termos de rácios para com o Produto Nacional Bruto (PNB), dividindo ambos os termos por $1/PY_C$ (**P** nível de preços implícito no PNB; **Y_C** PNB em termos reais) ficando com:

$$\frac{\partial B}{\partial t} \frac{1}{PY_C} = \frac{G}{PY_C} - \frac{T}{PY_C} + (r + \pi) \frac{B}{PY_C} - \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{PY_C} \quad (\text{II.12})$$

rearranjando⁴⁴,

$$\frac{\partial \left(\frac{B}{PY_C} \right)}{\partial t} = \frac{G_C}{Y_C} - \frac{T_C}{Y_C} + (y + \pi) \frac{B}{PY_C} + (r + \pi) \frac{B}{PY_C} - \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_C} \quad (\text{II.13})$$

A equação (II.13) é fundamental para a análise das questões de sustentabilidade. Permite ainda observar que o rácio entre a dívida pública e o PNB depende de três factores:

- a) o saldo primário⁴⁵, que é o resultado das despesas e receitas fiscais (Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor, 1990: 11)
- b) a "herança do passado", que corresponde ao produto da taxa de juro real menos a taxa de crescimento real do produto pelo montante da dívida pública em relação ao PNB (Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor, 1990: 11);
- c) a criação de moeda, que corresponde à variação da base monetária em relação ao PNB (Comission des Communautés Européennes, 1993).

⁴⁴ Aplicando a regra de derivação de um quociente de funções, considerando que

$$\frac{\partial PY_C}{\partial t} = \frac{\partial P}{\partial t} Y_C + \frac{\partial Y_C}{\partial t}, \quad y = \frac{\partial Y_C}{\partial t} \quad \text{e} \quad \pi = \frac{\partial P}{\partial t}.$$

⁴⁵ Saldo primário = Saldo efectivo - Juros da dívida pública; Saldo efectivo = Receitas efectivas - Despesas efectivas. Estes indicadores orçamentais não são um bom indicador de política económica dado que não separam as variações automáticas (função da conjuntura) das variações discricionárias ou deliberadas (Cavaco e Neves, 1992).

Equação que pode ainda ser simplificada de forma a apresentar-se do seguinte modo:

$$\frac{\partial \left(\frac{B}{PY_c} \right)}{\partial t} = \frac{G_c}{Y_c} - \frac{T_c}{Y_c} - (y-r) \frac{B}{PY_c} - \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_c} \quad (\text{II.14})$$

Com base nesta expressão vamos proceder à integração. Para tal efeito vamos previamente multiplicar pelo factor de actualização $e^{-(r-y)(t-u)}$, e integra-se do período u até ∞ .

$$\int_u^{\infty} \frac{\partial \left(\frac{B}{PY_c} \right)}{\partial t} e^{-(r-y)(t-u)} - (r-y) \frac{B}{PY_c} e^{-(r-y)(t-u)} dt = \int_u^{\infty} \left(\frac{G_c}{Y_c} - \frac{T_c}{Y_c} \right) e^{-(r-y)(t-u)} dt - \int_u^{\infty} \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_c} e^{-(r-y)(t-u)} dt$$

(II.15)

Para prosseguir torna-se agora necessário definir formalmente o conceito de sustentabilidade. Seguindo o trabalho de Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor (1990: 11) vamos considerar que uma política orçamental é sustentável se "permettane de ramener, à terme, le rapport de la dette au PNB à son niveau initial, B0."

A condição para que a dívida pública retorne com a passagem do tempo ao seu nível inicial, se admitirmos que t tende para infinito é equivalente a admitir que o valor actualizado da dívida tende para zero (Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor, 1990: 12):

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \left(\frac{B}{PY_C} \right) e^{-(r-y)(t-u)} = 0 \quad (\text{II.16})$$

Com $r > 0$

Na verdade admitir que o valor actualizado da dívida tende para zero é bastante menos exigente do que exigir que o rácio da dívida pública em relação ao PNB retorne com a passagem do tempo ao seu nível inicial. De facto, se o rácio da dívida pública em relação ao PNB tender para qualquer valor constante ou mesmo se crescer a uma taxa inferior à taxa de actualização, então a imposição de que o valor actualizado da dívida tende para zero continua a ser válida, isto é, esta exigência não implica necessariamente que o rácio dívida/PNB tenda para o seu nível inicial, podendo o rácio tender para qualquer valor constante ou mesmo aumentar a uma taxa inferior a taxa de actualização e continuar a ser consistente com a imposição inicial. A causa deste fenómeno é puramente matemática, isto é, deve-se ao processo de actualização e ao facto de se considerar um horizonte infinito.

A expressão (II.16), diz-nos que o valor actual das responsabilidades últimas do Estado devem ser zero. Esta condição garante que o débito líquido do Estado não pode crescer a uma taxa superior à taxa de juro, isto é, impossibilita o recurso ilimitado ao crédito para suportar o serviço da dívida. Assim, mais tarde ou mais cedo, o Estado em causa será obrigado a produzir um excedente primário (ou emitir moeda), afim de satisfazer o serviço da dívida sem recorrer a mais crédito.

Para passarmos à expressão final vamos reescrever a equação (II.15) ficando:

$$\int_u^{\infty} \frac{\partial \left(\frac{B}{PY_C} e^{-(r-y)(t-u)} \right)}{\partial t} du = \int_u^{\infty} \left(\frac{G_C}{Y_C} - \frac{T_C}{Y_C} \right) e^{-(r-y)(t-u)} du - \int_u^{\infty} \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} du$$

(II.17)

Calculando o integral $\int_u^{\infty} \frac{\partial \left(\frac{B}{PY_C} e^{-(r-y)(t-u)} \right)}{\partial t} du$ e impondo a expressão

(II.17) ao resultado ficamos com:

$$-\frac{B}{PY_C} = \int_u^{\infty} \left(\frac{G_C}{Y_C} - \frac{T_C}{Y_C} \right) e^{-(r-y)(t-u)} du - \int_u^{\infty} \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} du \quad (\text{II.18})$$

Expressão que nos indica que uma política orçamental é sustentável se o valor actualizado dos saldos primários em relação ao produto for igual ao rácio da dívida em relação ao PNB afectada pelo sinal menos (Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor, 1990: 12).

Podemos apresentar esta condição doutra forma fazendo $S = T - G$ (saldo primário):

$$\frac{B}{PY_C} = \int_u^{\infty} \frac{S}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} du + \int_u^{\infty} \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} du \quad (\text{II.19})$$

Expressão que nos indica que um Estado que acumule uma certa dívida deverá obter mais cedo ou mais tarde excedentes

primários que, actualizados, sejam iguais a essa dívida, isto se quiser garantir a sustentabilidade da dívida pública, ou então têm mais tarde ou mais cedo que recorrer à monetização da dívida.

Como se pode ver os critérios respeitantes à situação orçamental e, em particular, os dois valores de referência nada têm a ver com o conceito de sustentabilidade fiscal. Isto é, os dois valores não são necessários para garantir a sustentabilidade da política orçamental nem são a garantia de que a sua verificação seja suficiente para assegurar a sustentabilidade.

Um primeiro argumento que permite avaliar os critérios é exactamente a sua existência sem uma ligação directa ao critério de sustentabilidade fiscal, ou seja, os critérios não garantem necessariamente a verificação da restrição intertemporal associada à política orçamental.

Seria mais compreensível a imposição de um critério que assentasse em indicadores deduzidos a partir do conceito de sustentabilidade. Por exemplo, Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor (1990) apresentam três indicadores ligados ao conceito de sustentabilidade, cada um deles associado a um horizonte temporal distinto (curto - um ano; médio - 5 anos e longo prazo - 40 anos) e que podiam ser adaptados assumindo o carácter de critérios.

Um trabalho que permite justificar estas afirmações é o de Buitter, Corsetti e Roubini (1992). Neste artigo calculam dois indicadores que, não sendo eles próprios uma medida da sustentabilidade das finanças públicas, são dois bons indicadores que permitem efectuar inferências sobre as questões de sustentabilidade das finanças públicas.

Os cálculos sobre se as finanças públicas de determinado Estado seguem uma linha que garante a sustentabilidade são difíceis de conseguir devido principalmente ao número elevado de previsões que exigem. Uma abordagem que permite lidar com este problema é a consideração das diferenças em relação aos saldos primários ("primary gaps"). Esta mesma abordagem já foi referida quando salientámos o artigo de Blanchard, Chouraqui, Hagemann e Sartor (1990). Vamos agora dedicar a nossa atenção a esta metodologia.

A ideia é considerar a diferença entre o rácio de um saldo primário constante, em relação ao PNB que estabilize o rácio dívida pública/PNB durante um determinado período temporal, e o saldo primário actual. Esta diferença indica-nos o ajustamento mínimo necessário para estabilizar e iniciar a redução do rácio dívida pública/PNB.

São várias as diferenças ou "primary gaps" que se podem calcular, a saber:

- 1) a diferença entre os saldos primários para N-períodos - GAP_t^N , definido como o excesso do S_N^* sobre S_N^a . Com S_N^* o rácio excedente primário/PNB que deve ser mantido para

assegurar que o rácio dívida pública/PNB permaneça constante entre os períodos t e $t+N$; e S_N^a o rácio excedente primário/PNB cujo valor actualizado é igual ao valor actualizado do rácio excedente primário/PNB que é actualmente esperado para o período compreendido entre t e $t+N$;

- 2) quando $N=1$ temos um indicador "míope", o $MGAP_t^N = GAP_t^1$, que elimina a necessidade de estimar as taxas de juro e de crescimento futuras e os excedentes primários futuros. É definido como a diferença entre o S_N^* e o rácio excedente primário/PNB corrente S_t ;
- 3) a diferença permanente entre saldos primários - GAP_t^∞ , definido como a diferença entre S_∞^* e S_∞^a . Com S_∞^* o rácio excedente primário/PNB que assegura a solvência no longo prazo; e S_∞^a o rácio excedente primário/PNB cujo valor actualizado é igual ao valor actualizado do rácio excedente primário/PNB que é actualmente esperado verificar-se permanentemente;
- 4) um indicador "míope" ($MGAP_t^\infty$), que resulta da diferença entre S_∞^* e o rácio excedente primário/PNB corrente S_t , ao invés de S_∞^a .

Diferenças entre saldos primários - GAP¹

	GAP ¹ (% PNB)	S ₁ (% PNB)	S _t (% PNB)	g (%)	r (%)	d _{t-1} (% PNB)
Alemanha	0,46%	-0,14%	-0,60%	2,20%	1,90%	46,20%
França	-0,33%	0,97%	1,30%	2,30%	4,40%	47,20%
Itália	2,97%	3,67%	0,70%	2,00%	5,70%	101,20%
Reino Unido	2,07%	0,47%	-1,60%	2,00%	3,10%	43,80%
Bélgica	-1,22%	4,18%	5,40%	2,10%	5,40%	129,40%
Dinamarca	-0,80%	4,40%	5,20%	3,00%	9,80%	66,70%
Grécia	0,88%	0,38%	-0,50%	1,20%	1,60%	96,40%
Irlanda	-2,99%	2,81%	5,80%	2,30%	5,10%	102,80%
Holanda	0,97%	3,17%	2,20%	1,30%	5,40%	78,40%
Espanha	0,54%	0,04%	-0,50%	3,10%	3,20%	45,60%
Portugal	-2,17%	0,83%	3,00%	1,70%	3,00%	64,70%
Luxemburgo	-3,05%	0,05%	3,10%	3,40%	4,10%	6,90%

Fonte: International Monetary Fund (1993) e Buiter, Corsetti e Roubini

(1992)

Quadro 7

O cálculo das diferenças entre saldos primários, GAP¹ e do MGAP[∞] apresentado no quadro 7 e 8, respectivamente, foram feitas com base nas seguintes fórmulas,

$$S_N^* = \frac{(r_N - g_N)}{(1 + g_N) \left[1 - \left(\frac{1 + g_N}{1 + r_N} \right)^N \right]} \left[1 - \left(\frac{1 + g_N}{1 + r_N} \right)^N \right] d_{t-1} \quad (\text{II.20})$$

com r_N a taxa de juro real para o período N, g_N a taxa de crescimento real do PNB para o período N e d o rácio dívida pública/PNB.

Se considerarmos que $N=1$ temos que:

$$S_1^* = \left(\frac{r_1 - g_1}{1 + g_1} \right) d_{t-1} \quad (\text{II.21})$$

Para o cálculo da diferença é ainda necessário determinar

$$S_N^a = \frac{(r_N - g_N)}{(1 + g_N) \left[1 - \left(\frac{1 + g_N}{1 + r_N} \right)^N \right]} \left[\sum_{k=1}^N \left(\frac{1 + g_N}{1 + r_N} \right)^k S_{t-1+k} \right] \quad (\text{II.22})$$

A diferença é dada por $GAP_t^N = S_N^* - S_N^a$; no entanto como apenas queremos calcular o indicador "míope" (quando $N=1$) então temos:

$$GAP_t^1 = MGAP_t^1 = S_1^* - S_1^a = \left(\frac{r_1 - g_1}{1 + g_1} \right) d_{t-1} - s_t \quad (\text{II.23})$$

Se N tender para infinito então temos as diferenças entre os saldos primários permanentes, neste caso o que nos interessa é o indicador "míope" dado por

$$MGAP_t^\infty = \left(\frac{r_\infty - g_\infty}{1 + g_\infty} \right) d_{t-1} - s_t \quad (\text{II.24})$$

Diferenças entre saldos primários - MGAP[∞]

	MGAP ^{inf} (% PNB)	S ^{inf} (% PNB)	S _t (% PNB)	g ^{inf} (%)	r ^{inf} (%)	d _{t-1} (% PNB)
Alemanha	1,50%	0,90%	-0,60%	3,00%	5,00%	46,20%
França	-0,38%	0,92%	1,30%	3,00%	5,00%	47,20%
Itália	1,27%	1,97%	0,70%	3,00%	5,00%	101,20%
Reino Unido	2,45%	0,85%	-1,60%	3,00%	5,00%	43,80%
Bélgica	-2,89%	2,51%	5,40%	3,00%	5,00%	129,40%
Dinamarca	-3,90%	1,30%	5,20%	3,00%	5,00%	66,70%
Grécia	2,37%	1,87%	-0,50%	3,00%	5,00%	96,40%
Irlanda	-3,80%	2,00%	5,80%	3,00%	5,00%	102,80%
Holanda	-0,68%	1,52%	2,20%	3,00%	5,00%	78,40%
Espanha	1,39%	0,89%	-0,50%	3,00%	5,00%	45,60%
Portugal	-1,74%	1,26%	3,00%	3,00%	5,00%	64,70%
Luxemburgo	-2,97%	0,13%	3,10%	3,00%	5,00%	6,90%

Fonte: - International Monetary Fund (1993) e Buiter, Corsetti e Roubini

(1992)

Quadro 8

Da análise destes valores podemos concluir que alguns dos Estados necessitam de um ajustamento considerável, nomeadamente a Grécia e a Itália. A Alemanha, o Reino Unido e a Espanha apresentam também alguns problemas de ajustamento. No que diz respeito aos restantes países pode-se concluir que as políticas por eles apresentadas são consistentes com a sustentabilidade das finanças públicas.

Mas o interesse destes valores surge incrementado se os compararmos com outros cálculos efectuados por Buiter, Corsetti e Roubini (1992). Considere-se então o quadro 9, que apresenta o rácio défice primário/PNB, que conduzirá a uma redução do rácio dívida pública/PNB para os 60% impostos pelo Tratado de Maastricht. Os cálculos podem ser efectuados para vários cenários:

- a) inicia-se com a taxa de crescimento do PNB nominal verificada no ano de 1991. Se esta for superior a 5% deve declinar a uma taxa exponencial constante e deverá atingir os 5% no fim de 1996. Se for inferior a 5% permanece ao nível de 1991. O valor do rácio défice/PNB é aquele que conduz o rácio dívida pública/PNB para o valor estabelecido pelo Tratado, até ao fim de 1996;
- b) idêntico ao cenário a) mas admitindo que a data para a verificação do objectivo referente ao rácio dívida pública/PNB é o fim de 1998 ao invés de 1996;
- c) se a taxa de crescimento do PNB nominal em 1991 for superior a 5% então passa a verificar os 5% logo em 1992. Se for inferior a 5% permanece ao nível de 1991. O valor do rácio défice/PNB calculado é aquele que conduz o rácio dívida pública/PNB para os 60% no fim de 1996;
- d) idêntico ao cenário c) mas admitindo que a data para a verificação do objectivo referente ao rácio dívida pública/PNB é o fim de 1998 ao invés de 1996.

Considera-se ainda que a taxa de juro real é de 5% e a taxa de crescimento real do produto é de 3%.

O défice primário que assegura a realização do objectivo
referente à dívida pública

	Div.Púb.\91 (% PNB)	g/91 (%)	Def. Primário/91 (% PNB)	Défice primário/assegura objectivo (% PNB)			
				cenário a)	cenário b)	cenário c)	cenário d)
Itália	101,20%	8,80%	0,00%	-11,70%	-9,60%	-11,00%	-8,60%
Bélgica	129,40%	4,70%	-4,70%	-17,80%	-13,90%	-17,60%	-1,36%
Dinamarca	66,70%	4,00%	-5,40%	-2,80%	-2,40%	-2,90%	-2,60%
Grécia	96,40%	21,30%	3,30%	-11,50%	-10,10%	-9,90%	-7,80%
Irlanda	102,80%	5,10%	-6,00%	-11,30%	-8,80%	-11,40%	-8,90%
Holanda	78,40%	5,40%	-2,00%	-5,80%	-4,70%	-5,70%	-4,60%
Portugal	64,70%	16,10%	-2,10%	-2,80%	-2,40%	-2,90%	-2,60%

Fonte: Buitter, Corsetti e Roubini (1992)

Quadro 9

Comparando os valores constantes do quadro 9 com os constantes do quadro 8, facilmente se conclui que os valores para o saldo primário referentes aos critérios emanados pelo Tratado de Maastricht são muito mais exigentes do que os necessários para assegurar a solvência das finanças públicas.

Mesmo admitindo a possibilidade de se ficar a meio caminho dos 60% impostos no Tratado (veja-se os valores constantes do quadro 10) continua a existir uma maior exigência por parte dos critérios do que a associada à disciplina e correcção necessária para assegurar a solvência dos países constantes do quadro.

**O défice primário que assegura a realização de 50% do
objectivo referente à dívida pública**

	Div.Púb.\91 (% PNB)	g/91 (%)	Def. Primário/91 (% PNB)	Div.Púb.* (% PNB) objectivo	Défice primário/assegura 1/2 do objectivo (% PNB)			
					cenário a)	cenário b)	cenário c)	cenário d)
Itália	101,20%	8,80%	0,00%	80,60%	-7,10%	-6,10%	-6,50%	-5,20%
Bélgica	129,40%	4,70%	-4,70%	94,70%	-10,20%	-8,20%	-9,90%	-7,90%
Dinamarca	66,70%	4,00%	-5,40%	63,40%	-2,80%	-2,40%	-2,90%	-2,60%
Grécia	96,40%	21,30%	3,30%	78,20%	-7,40%	-6,90%	-5,90%	-4,80%
Irlanda	102,80%	5,10%	-6,00%	81,40%	-6,60%	-5,30%	-6,70%	-5,40%
Holanda	78,40%	5,40%	-2,00%	69,20%	-3,70%	-3,20%	-3,60%	-3,10%
Portugal	64,70%	16,10%	-2,10%	62,40%	-2,40%	-2,40%	-1,90%	-1,80%

Fonte: Buitter, Corsetti e Roubini (1992)

Quadro 10

Esta comparação põe em destaque a ausência de ligação entre os critérios e a necessidade de levar a cabo uma política orçamental que seja o garante da sustentabilidade das finanças públicas.

II.2.3.2.2. A assimetria das regras

Tal como está definido, os critérios referentes à situação orçamental são assimétricos (Buitter, 1992: 4), no sentido de que limitam superiormente o rácio dívida pública/PNB e o rácio défice orçamental/PNB. Portanto é possível apresentar uma dívida pública inferior a 60% do PNB ou um défice orçamental inferior a 3% do PNB, mas é impossível ultrapassar estes valores pois se tal acontecer os critérios não estão a ser cumpridos.

Obviamente que tendo por objectivo o cumprimento dos critérios os vários Estados membros acabarão por levar a cabo, nos

primeiros anos, uma política orçamental que estará sujeita a um desvio deflacionista (Buitter, 1992: 4).

Ou seja, a União Europeia em virtude da necessidade de cumprir os critérios será sujeita a um conjunto de políticas orçamentais contraccionistas sem a existência de qualquer referência no tratado de UEM no sentido de permitir uma política monetária menos contraccionista capaz de atenuar os efeitos negativos do desvio (Buitter, 1992: 4).

As consequências poderão ser significativas dadas as dificuldades económicas por que têm passado os países da União Europeia, na medida em que o reforço da disciplina orçamental poderá, num contexto de início da retoma, levar a uma atenuação dessa recuperação ou mesmo ao seu adiamento por mais algum tempo.

A ausência de referências à política monetária em conjunto com a política orçamental é tanto mais significativa quanto maior for a importância atribuída ao "mix" de política orçamental-monetária para a união.

Portanto, o tratado da UEM não só é omissivo no que diz respeito à necessidade de uma política monetária menos deflacionista para compensar o enviesamento contraccionista da política orçamental, como também no que diz respeito ao "mix" de políticas económicas se revela mais indicado para a união como um todo (Buitter, 1992: 4-5).

II.2.3.2.3. Os estabilizadores automáticos

Existem certos instrumentos de política orçamental que, ao serem utilizados, introduzem a possibilidade de um ajustamento automático anti-cíclico (Cavaco e Neves, 1992: 217-218), isto é, a natureza desses instrumentos permite que, sem qualquer actuação das autoridades, os mecanismos já existentes reajam a alterações conjunturais no sentido de as contrariar, actuando assim como uma política estabilizadora ou anti-cíclica automática e funcionando portanto como um ciclo de retroacção negativa que mantém uma certa homeostase do sistema económico.

Os estabilizadores automáticos associados à política orçamental são tanto mais relevantes quanto maiores as dificuldades⁴⁶ e riscos que a prossecução de uma política orçamental de estabilização activa envolve.

Os estabilizadores automáticos existem no lado das receitas e no lado das despesas. No lado das receitas temos os impostos, em particular os impostos sobre o rendimento mas e apenas quando estes dependem do nível de rendimento (Cavaco e Neves, 1992: 218⁴⁷).

⁴⁶Para uma análise dos problemas da política orçamental de estabilização activa ver Cavaco e Neves, 1992: 208-214.

⁴⁷ No caso em que os impostos são independentes do rendimento o impacto de uma variação no investimento privado ΔI provoca uma variação do produto $\Delta Y = \frac{1}{1-c+m} \Delta I$ com c - propensão

marginal a consumir e m - propensão marginal a importar, enquanto que com os impostos dependentes do rendimento ($T =$ componente autónoma $+ t Y$, com t - taxa do imposto sobre o rendimento) o impacto de uma variação do investimento provoca uma variação do produto que nos é dada por

$$\Delta Y = \frac{1}{1-c(1-t)+m} \Delta I.$$

É fácil verificar que desde que $t > 0$ temos uma variação menor do

produto no caso em que os impostos dependem do rendimento (Cavaco e Neves, 1992: 218).

Os impostos funcionam portanto como um mecanismo de ajustamento anti-cíclico dado que, por exemplo, quando aumenta o nível do produto, devido à taxa de imposição que incide sobre este, as receitas fiscais aumentam reduzindo o rendimento disponível e contribuindo assim para a limitação da variação das despesas, exercendo desta forma o efeito estabilizador referido. Pelo contrário, quando há uma redução do produto as receitas fiscais diminuem, aumentando o rendimento disponível e contribuindo para atenuar o ciclo económico. Este ajustamento é automático porque funciona independentemente da vontade das autoridades e sem que ocorra uma intervenção destas⁴⁸.

Quanto maior a progressividade do sistema fiscal maior será a elasticidade da receita do imposto em relação ao produto (Cavaco e Neves, 1992: 220) e portanto aumenta a capacidade de estabilização inerente a este estabilizador automático. Como exemplos destes instrumentos fiscais temos o imposto progressivo sobre os rendimentos e o imposto sobre os lucros da empresa (Cavaco e Neves, 1992: 220-221).

No entanto nem só no lado da receita existem componentes que revelam o efeito de estabilização automática. Cavaco e Neves (1992) apresentam um caso de uma despesa que assegura uma certa estabilização automática: é o caso dos subsídios de desemprego em particular e das transferências em geral.

⁴⁸ Isto é verdade se se admitir que a variação nas receitas fiscais que resulta deste mecanismo automático não tem correspondência directa numa variação das despesas públicas por parte das autoridades (Cavaco e Neves, 1992: 219).

No que diz respeito ao subsídio de desemprego este apresenta um comportamento que é associado ao de um estabilizador automático mas apenas num dos sentidos, isto é, quando o produto baixa e com ele aumenta o desemprego o montante de subsídios a pagar é mais elevado, contribuindo assim para um incremento do rendimento disponível e conseqüentemente para a atenuação desta fase do ciclo económico. Só que em períodos de "boom" económico este mecanismo não funciona como estabilizador automático.

Independentemente das suas limitações (Cf. Cavaco e Neves, 1992: 224), os estabilizadores automáticos têm um papel importante no contexto da política económica de estabilização, pelo que continuarão a actuar durante o processo de transição para a UEM e durante a União Europeia. Deste modo o seu funcionamento continuará a introduzir no défice orçamental dos Estados membros uma certa flutuação cíclica que resulta dos ciclos económicos e tem como objectivo atenuá-los, isto sem qualquer intervenção das autoridades.

Assim, em caso de crise, será natural que o défice aumente devido a uma diminuição das receitas fiscais e ao aumento das transferências de forma autónoma à vontade das autoridades, pelo que ciclicamente e em resposta aos ciclos económicos será natural que o funcionamento dos estabilizadores automáticos conduza ao não cumprimento do critério, mesmo que as autoridades mantenham a política orçamental no sentido de atingir um défice de 3% do PNB (Buiter, 1992: 5). Para que

isso não aconteça será necessário não assegurar um défice de 3% mas antes um défice um pouco inferior por forma a garantir o funcionamento dos estabilizadores automáticos sem que ciclicamente o critério seja violado.

Concluindo, este aspecto poderá levar à necessidade de um esforço contraccionista por parte da política orçamental superior aquele que os 3% implicam, reforçando-se assim o desvio deflacionista dos critérios, em particular do critério referente ao défice (Buiter, 1992: 5).

II.2.3.2.4. O equilíbrio do saldo do orçamento corrente

O Tratado de Maastrich no artigo 104.^a-C alínea 2 faz referência à necessidade de averiguar se o défice orçamental é ou não superior às despesas públicas de investimento. Este tipo de análise será levada a cabo com o objectivo de produzir um relatório⁴⁹ sobre a situação das finanças públicas de cada Estado que não cumpra o critério respeitante à situação orçamental.

Tal preocupação terá certamente como objectivo averiguar se o défice apesar de excessivo não será passível de uma justificação devido a um nível elevado das despesas de investimento que, como tal, acabariam por permitir uma aceitação do não cumprimento desse ponto.

Podemos portanto avançar com a ideia de que o Tratado consagra, se não a regra do equilíbrio orçamental, pelo menos a regra de equilíbrio do orçamento corrente (Buiter, 1992: 5).

Se o equilíbrio do orçamento em termos de saldo global não tem qualquer justificação⁵⁰ e isso aparenta ser assumido pelo Tratado, a verdade é que este parece adoptar a ideia de que o equilíbrio do orçamento embora não deva ser procurado em termos globais deve pelo menos sê-lo em termos de despesas correntes, ou seja, apenas se deverá recorrer a empréstimos com o objectivo de efectuar despesas de investimento.

⁴⁹ Relatório esse que será preparado pela Comissão.

⁵⁰ Para uma análise mais ampla ver Cavaco e Neves (1992: 262-265)

Mas também esta noção é alvo de críticas que põem em causa a sua aceitação como um objectivo em si.

Primeiro que tudo, faz pouco sentido adoptar como objectivo da política económica o saldo orçamental (Cavaco e Neves, 1992: 265) qualquer que seja a definição considerada (global ou corrente).

Em segundo, a aceitação de que as despesas de investimento podem ser financiadas pelo recurso a empréstimos assenta na ideia de que essas despesas de investimento público irão contribuir para um crescimento futuro do produto superior ao verificado sem essas despesas, que mais tarde irá potenciar as receitas futuras. Este tipo de raciocínio pode no entanto ser posto em causa porque muitos investimentos públicos não têm uma relação directa com um incremento futuro das receitas (Buiter, 1992: 6), pelo que não existe a garantia de que no futuro certos investimentos permitam, com um acréscimo das receitas, compensar os encargos com o empréstimo que os suportou. Esses investimentos, apesar de não produzirem um aumento das receitas futuras, não deixam de ser importantes na medida em que proporcionam um certo incremento do bem estar social, que embora não estando relacionado com o aumento das receitas futuras deve ser considerado como um aspecto fundamental na tomada de decisões da despesa pública.

Desta forma, o cumprimento da regra de equilíbrio do orçamento corrente não constitui uma garantia de que está assegurada a

solvência ou sustentabilidade das contas públicas, na medida em que parte das despesas de investimento não proporcionam acréscimos futuros das receitas, o que põe em causa a adequação desta imposição.

Em terceiro lugar, pedir emprestado para consumir não é um mal em si (Buiter, 1992: 5), na medida em que tem implícita uma escolha intertemporal entre consumo presente e consumo futuro. Ou seja, por qualquer razão pode ser conveniente aumentar o consumo presente às custas de uma redução do consumo futuro (por exemplo se quisermos relançar a economia e acreditarmos no efeito benéfico - do consumo - que Keynes e os Keynesianos põem em relevo), o que é importante ter presente é que consumir mais hoje implica uma redução do consumo futuro actualizado num montante igual (Buiter, 1992: 5). Concluindo, também pode haver uma justificação plausível para alterar a escolha intertemporal dando relevo ao consumo presente, não constituindo isso em si um mal que se deva combater a todo o custo.

Associada a este ponto surge ainda a ideia de que a escolha intertemporal entre consumo presente e futuro é, ou pode ser, o resultado de uma decisão de política redistributiva entre a geração presente e a geração futura (Buiter, 1992: 15), pelo que nos parece inadequada a intervenção da UEM nesta área dado que o Tratado não lhe confere qualquer competência no que diz respeito à política redistributiva de cada Estado.

Para concluir pode-se afirmar que esta referência complementar ao critério das finanças públicas não é de forma alguma feliz na medida em que, mesmo não considerando as dificuldades práticas inerentes à separação entre o que é investimento e o que é despesa corrente, existem bons argumentos que põem em causa a sua adequação.

II.2.3.2.5. As externalidades associadas à política orçamental

As externalidades associadas à política orçamental constituem um aspecto da maior importância na medida em que podem justificar a necessidade de uma maior coordenação das políticas ao nível da União ou mesmo, em última instância, fundamentar a necessidade de critérios capazes de impor disciplina à política orçamental dos vários Estados membros (Buitter e Kletzer, 1990).

Se se confirmar a existência de externalidades negativas importantes então é possível justificar a imposição do critério em relação à situação orçamental, já amplamente referida neste trabalho.

Para avaliar a necessidade destes critérios é necessário averiguar melhor qual a externalidade ou externalidades envolvidas por forma a distinguir se estas implicam uma perda de eficiência ou se apenas tem consequências ao nível redistributivo.

Buiter (1992) e Buiter e Kletzer (1990) distinguem entre externalidades tecnológicas e externalidades pecuniárias. As primeiras referem-se aos efeitos que incidem sobre determinado agente que tem origem no comportamento de um outro, sem se processarem via sistema de preços.

No que diz respeito às externalidades pecuniárias, estas designam os efeitos que, incidindo sobre um agente devido ao comportamento do outro, funcionam com base no sistema de preços⁵¹.

Um exemplo de uma externalidade tecnológica positiva é o típico caso do vizinho que ao cuidar do seu jardim embeleza e valoriza as vivendas dos vizinhos, enquanto que o exemplo de uma externalidade tecnológica negativa é a perturbação provocada num restaurante pelo fumo devido à queima de pneus num sucateiro próximo. Isto é, todos os efeitos que se repercutem num agente devido ao comportamento de um outro e que funcionam fora do sistema de preços.

Um exemplo de uma externalidade pecuniária é o caso do mercado de bananas (Buiter, 1992) onde um deslocamento da curva de oferta para a esquerda devido a qualquer choque externo irá provocar uma externalidade negativa para os consumidores por causa do aumento do preço da banana, e uma externalidade positiva para quem vende bananas na medida em que o preço de venda é agora superior. Portanto se o mercado for eficiente

⁵¹ Para uma abordagem mais vasta sobre externalidades tecnológicas ("technological externalities") e externalidades pecuniárias("pecuniary externalities") ver Buiter (1992); Buiter e Kletzer (1990) e Buiter, Corsetti e Roubini (1992).

deve ajustar-se a este impacto elevando o preço da banana, os efeitos que daí advêm funcionam via sistema de preços pelo que os devemos considerar como uma externalidade pecuniária.

A existência de externalidades tecnológicas implica ineficiência (Buitter e Kletzer, 1990: 18), ou seja, como os efeitos se propagam fora do sistema de preços vão ter consequências ao nível da forma como se afectam os recursos, conduzindo a uma perda de eficiência.

No caso das externalidades pecuniárias não existem ineficiências, na medida em que funcionam através do sistema de preços conduzindo a uma nova mas eficiente afectação de recursos (Buitter e Kletzer, 1990: 18). Por outro lado, os efeitos via sistema de preços podem ter efeitos substanciais sobre a distribuição da riqueza numa economia (Buitter e Kletzer, 1990), por exemplo, o caso do mercado de bananas já descrito provocará uma redistribuição da riqueza dos consumidores para os vendedores deste bem alimentar que poderá ser significativa ou indesejável.

Podemos fazer uma síntese referindo que no caso das externalidades tecnológicas existe uma falha do mercado que conduz a problemas de eficiência, enquanto que no caso das externalidades pecuniárias não existe uma falha de mercado nem ineficiências mas tem um impacto ao nível da distribuição da riqueza. Assim, o primeiro tipo de externalidades justifica a intervenção do Estado (no caso de um país) ou de uma entidade coordenadora (no caso de vários países), afim de corrigir a

situação de falha de mercado. Enquanto que as externalidades pecuniárias não justificam uma intervenção pelo facto de não haver falha de mercado, bem pelo contrário, os efeitos são o resultado do bom funcionamento do mercado (Buitter e Kletzer, 1990). Neste último caso apenas seria justificável qualquer correcção se os efeitos distribuicionais associados a este tipo de externalidade fossem considerados inadequados e/ou no sentido contrário ao desejado.

Vamos aplicar estes conceitos à questão concreta das externalidades associadas à política fiscal dos Estados membros, por forma a determinarmos se existe de facto justificação ou não para uma correcção no sentido de os eliminar (os critérios podem ser considerados como o mecanismo corrector).

Uma das externalidades, talvez a mais relevante no sentido de ser considerada a mais negativa e mais capaz de prejudicar os Estados membros cumpridores, é a subida das taxas de juro reais da união, provocada pelo crescimento continuado do recurso ao mercado de capitais por parte dos Estados que atingiram e mantêm uma situação de insustentabilidade em termos da situação orçamental - défices excessivos (De Grauwe, 1992a: 170).

A subida das taxas de juro reais na União implicará um acréscimo do fardo a suportar pelos Estados cumpridores, em termos do serviço da dívida pública, pelo que esses Estados, devido à política incorrecta de terceiros, estarão sujeitos a

políticas orçamentais mais restritivas se quiserem assegurar a sustentabilidade da sua situação orçamental em virtude do aumento das despesas com juros da dívida.

Esta externalidade será analisada noutra perspectiva posteriormente, quando abordarmos a eficiência dos mercados financeiros. Vamos começar por averiguar se esta é uma externalidade tecnológica ou pecuniária (De Grauwe, 1992a: 170-171).

Seguindo as definições "supra dictum" e tendo em atenção o trabalho de Buiters (1992) podemos concluir que esta externalidade é pecuniária, dado que é o resultado de uma acção de um Estado que se repercute nos outros através do sistema de preços, pelo que não existem quaisquer problemas de ineficiência associados a esta externalidade. Os efeitos acontecem devido ao funcionamento do mercado provocando apenas uma redistribuição da riqueza sem a ocorrência de qualquer falha de mercado. Não se justifica portanto a intervenção neste caso sob a forma de limites à política fiscal (o critério referente ao défice) do ponto de vista da perda de eficiência.

Qualquer limitação somente poderá ser vista como uma tentativa de corrigir os efeitos de redistribuição associados à subida das taxas de juro reais e nunca como uma medida para corrigir uma falha de mercado, dado que esta não existe. Mas também neste aspecto se pode questionar a necessidade deste mecanismo coordenador levado ao seu extremo (imposição de um limite), na

medida em que já existe um mecanismo de coordenação internacional que teoricamente permite a manutenção dos défices dentro de limites aceitáveis, sendo esse mecanismo o mercado financeiro internacional (Buitter, 1992: 9-10).

Admitir esta ideia é admitir a eficiência dos mercados de capitais privados. Se tal acontecer, isto é, se os mercados funcionarem adequadamente e correctamente, então estes serão capazes de separar os países com situações orçamentais insustentáveis de países com situações orçamentais estáveis, pelo que qualquer subida das taxas de juro reais apenas afectaria o país em dificuldades através de um prémio de risco e desta forma os restantes Estados membros não seriam afectados pela má gestão do orçamento público por parte de terceiros. O bom funcionamento do mercado eliminará portanto a externalidade e todos os efeitos negativos a ela associados (De Grauwe, 1992a: 170-172).

No entanto a verdade é menos satisfatória na medida em que a evidência empírica, apesar de confirmar alguma capacidade do mercado para avaliar os prémios de risco e distinguir a responsabilidade por parte do agentes públicos, alerta para as diminutas diferenças de custo do crédito entre aqueles que recorrem aos mercados financeiros. Assim, no caso dos EUA as diferenças entre regiões não ultrapassam os 40 pontos base e no Canadá os 50 pontos base. Nos EUA não é possível observar qualquer ligação entre o montante da dívida de cada região e os custos do crédito que esta é obrigada a suportar (Comission des Communautés Européennes, 1990: 122).

A possível incapacidade dos mercados financeiros para avaliar de forma significativa os prémios de risco de cada Estado membro deve-se principalmente à possibilidade de, no contexto da União, se solidificar a solidariedade entre Estados (Cf. De Grauwe, 1992a: 172; Comissão des Communautés Européennes, 1990: 117). Ao conduzir a uma maior solidariedade, em particular financeira, a UEM torna mais difícil aos mercados a distinção entre Estados solventes e insolventes, na medida em que os primeiros sentem-se obrigados a socorrer os segundos em caso de dificuldades financeiras, dado que uma crise financeira de um Estado poderá causar problemas de estabilidade aos restantes e em última análise reduzir a credibilidade da UEM, no caso do Estado insolvente ser obrigado a abandonar a UEM para solucionar a crise que o afecta num arranjo menos rígido e exigente que a UEM.

No entanto este problema pode ser atenuado através de uma declaração dos membros da UEM de que nunca ajudariam (declaração de "no bail-out") os Estados em dificuldades (De Grauwe, 1992a: 172-173), assegurando desta forma aos mercados que a solidariedade é inexistente no campo da responsabilidade orçamental. Esta ideia, como De Grauwe (1992) refere, pode no entanto não ser uma solução completa devido à sua pouca credibilidade associada aos elevados custos que as dificuldades de um Estado nesta área podem ter para os restantes (instabilidade no mercado de capitais; redução da credibilidade da UEM; perda de autonomia do Sistema Europeu de

Bancos Centrais - SEBC⁵²) são demasiado elevados para estes não actuarem em última instância em socorro do Estado em dificuldades.

Outra externalidade também ela significativa é a capacidade de uma situação insustentável em termos orçamentais levar a uma redução da independência do SBCE. Se atendermos à equação

$$\frac{B}{PY_C} = \int_u^{\infty} \frac{S}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} du + \int_u^{\infty} \frac{\partial M}{\partial t} \frac{1}{Y_C} e^{-(r-y)(t-u)} dt$$
 é fácil de observar que

um estado que acumule uma certa dívida deverá obter mais cedo ou mais tarde excedentes primários que, actualizados, sejam iguais a essa dívida, isto se quiser garantir a sustentabilidade da dívida pública, ou então têm mais tarde ou mais cedo que recorrer à monetarização da dívida. Ora a possibilidade de monetarização da dívida está eliminada no Tratado por forma a garantir a independência do SBCE e para na fase de transição incrementar a independência dos Bancos Centrais de cada Estado. Portanto a insolvência de um Estado levará esse Estado a pressionar o SEBC no sentido da monetarização da sua dívida, pondo em causa a independência do Banco⁵³ e da política monetária levada a cabo pelo SEBC. Este aspecto é utilizado para justificar o critério em discussão.

No entanto este raciocínio pode ser relativizado, alertando-se para o facto de que as referências ao Tratado sobre o SEBC são suficientemente eficazes para garantir a independência do

⁵² Assunto a abordar de seguida. Sobre este tema ver De Grauwe (1992a) e Commission des Communautés Européennes (1990).

⁵³ Cf. De Grauwe (1992a) e Commission des Communautés Européennes (1990).

Banco, sendo mesmo superiores se as compararmos com o Bundesbank.

O artigo 105^a (do Tratado da União Económica) é bem claro neste aspecto, conferindo ao SEBC o poder para definir e executar a política monetária da UEM; por outro lado o protocolo relativo aos estatutos do SEBC é claro, nos seus artigos 3^a e 7^a no que diz respeito às competências e à independência face a outros organismos ou instituições.

O único aspecto negativo é a possibilidade do Conselho de ministros poder celebrar acordos relativos a um sistema de taxas de câmbio do ECU em relação às moedas não comunitárias (artigo 109^a), detendo ainda poderes sobre a taxa de câmbio externa comum (Buitter, 1992: 13-14).

Portanto, as preocupações face à independência do SEBC parecem não assumir muita relevância, na medida em que foram garantidos todos os pontos considerados do ponto de vista institucional como fundamentais para garantir uma total independência. Ou seja, é de esperar que a situação de pressão dos Estados membros sobre o SEBC não seja um problema significativo em virtude do forte suporte institucional e devido ao facto que, no contexto da UEM, as autoridades fiscais de cada Estado membro se encontram numa posição muito mais fraca face ao SEBC do que face ao Banco Central de cada Estado (Buitter, 1992: 14).

Concluindo, as externalidades inerentes à política fiscal não são à partida uma justificação sem discussão para estes critérios. Se efectivamente podem levantar problemas também é verdade que o impacto e significado destes está longe de estar bem definido, pelo que se pode questionar se os critérios sobre as finanças públicas não são uma solução demasiado brusca para prevenir aspectos de carácter incerto (Fitoussi et al, 1993).

II.2.3.2.6. O tratamento uniforme de Estados com taxas de inflação distintas

O critério referente ao défice está formulado sem ter em consideração os diferenciais de inflação entre os vários Estados membros, o que introduz assimetrias entre Estados na medida em que prejudica os Estados com maiores taxas de inflação.

A inflação afecta positivamente o serviço da dívida e deste modo o défice orçamental, desde que o Estado em questão esteja endividado. O serviço da dívida pública é o resultado da aplicação da taxa de juro nominal à dívida pública. Se tivermos em consideração que a taxa de juro nominal é igual à taxa de juro real mais a taxa de inflação então é possível separar o serviço da dívida em duas componentes:

- a) o montante de juros resultante da taxa de juro real;
- b) o montante de juros resultante da taxa de inflação.

Portanto, mesmo que a taxa de juro real permaneça constante, o montante de juros aumenta com uma variação positiva da taxa de inflação⁵⁴. Uma forma de eliminar este impacto da inflação no défice consiste em corrigir da inflação os défices das finanças públicas, eliminando a componente referente à taxa de inflação, apenas se considerando o montante de juros relativo à taxa de juro real.

Portanto, enquanto as taxas de inflação entre os vários Estados da União Europeia permanecerem diferentes, uma regra para as finanças públicas que se baseie nos défices não corrigidos da inflação é bastante insatisfatória, principalmente para os países que apresentem taxas de inflação mais elevadas (Buiter, Corsetti e Roubini, 1992: 28).

II.2.3.2.7. O tratamento uniforme de Estados com taxas de crescimento distintas

Como Buiter (1992) refere, os Estados membros diferem em muitos aspectos podendo-se admitir como pacífico o facto das taxas de crescimento do produto continuarem a ser diferentes entre os vários Estados por muitos mais anos.

Sendo válida esta ideia é fácil concluir que Estados onde a taxa de crescimento do PNB é superior, mantendo-se tudo o resto constante, são Estados que podem suportar taxas de crescimento do rácio défice/PNB superiores.

⁵⁴ A inflação só afecta o défice se a dívida pública não estiver indexada. Veja-se por exemplo Tanzi, Blejer e Teijeiro (1987).

Não se compreende portanto porque é que o Tratado da UEM impõe critérios idênticos para todos os Estados quando se sabe à partida que alguns deles poderão suportar de forma sustentável défices superiores devido ao facto de apresentarem taxas de crescimento necessariamente superiores à média da União (principalmente no caso de Portugal, Espanha e Grécia).

II.2.3.2.8. A dívida pública bruta versus a dívida pública líquida

Buiter (1992) considera que um dos problemas destes critérios e em particular do valor respeitante à dívida pública é o facto da dívida pública ser considerada em termos brutos, enquanto que este autor considera mais correcta a adopção da dívida pública líquida.

Por dívida pública bruta entende-se a totalidade dos compromissos financeiros do Estado, enquanto que a dívida pública líquida consiste no conjunto de compromissos financeiros do Estado subtraídos dos activos financeiros detidos pelo mesmo.

No que diz respeito à dívida pública bruta esta está mais directamente relacionada com o serviço da dívida, na medida que é sobre ela que incide o custo do capital.

A dívida pública líquida por seu lado permite-nos conhecer melhor o volume total dos saldos orçamentais acumulados no passado.

A melhor maneira de diferenciar estes dois conceitos é analisar a diferença entre as duas concepções, isto é, analisar a natureza dos activos financeiros obtidos pelo Estado.

Os activos financeiros detidos pelo Estado são essencialmente de duas ordens:

- a) activos detidos pelo Estado quando este actua como intermediário financeiro;
- b) activos detidos pelo Estado com o objectivo de constituir um recurso financeiro capaz de suprir compromissos financeiros futuros associados às obrigações inerentes à segurança social.

Buiter (1992), ao privilegiar a definição menos restrita da dívida, tem em consideração que é incorrecto não considerar activos detidos pelo Estado sendo estes por vezes detentores de um elevado grau de liquidez e de um significativo valor de mercado.

Por outro lado, as diferenças entre a concepção mais restrita e a mais lata podem ser deveras significativas no caso dos Estados onde funciona um sistema de segurança social fundado. Pelo que, países que adoptem este sistema à luz do presente critério ficam numa situação muito mais complicada do que a

que resultaria se o valor em causa dissesse respeito ao rácio dívida pública líquida/PNB, o que pode introduzir uma situação de desigualdade face a Estados cujo sistema de segurança social funciona noutros moldes.

II.2.3.2.9. As questões de disciplina orçamental

A disciplina orçamental é um argumento utilizado pelos defensores destes critérios. Mais concretamente a ideia de que com a UEM a disciplina orçamental é severamente reduzida é um dos argumentos de peso utilizados no sentido de fundamentar a adopção de um critério tão limitativo como aquele que temos vindo a analisar.

Segundo os defensores destes critérios, a disciplina orçamental no contexto da UEM fica reduzida devido essencialmente a três aspectos (Commission des Communautés Européennes, 1990):

- a) incremento da solidariedade entre os Estados membros;
- b) eliminação das restrições que actualmente incitam à moderação, nomeadamente a restrição externa e a restrição associada às taxas de juro "ex post" de cada Estado;
- c) a falta de coordenação.

A ideia de que a solidariedade entre os Estados membros surge incrementada no contexto da UEM resulta do acréscimo dos custos para os Estados membros cumpridores resultante dos

aspectos negativos associados ao mau comportamento de um único Estado.

Se um dos Estados adopta políticas orçamentais que o conduzem a uma situação de insolvência então ele vai procurar resolver essa situação através de uma política monetária mais permissiva. Como no contexto da UEM os Estados não detêm qualquer possibilidade de levar a cabo uma política monetária independente, a solução é influenciar a política monetária comum, isto é, procurar conduzir o SEBC pressionando-o nesse sentido. Desta forma, um Estado insolvente poderá pôr em causa a independência do SEBC, aspecto que afecta negativamente todos os países pertencentes à União (Comission des Communautés Européennes, 1990).

A não cedência por parte do SEBC levanta sérios problemas ao Estado em questão, podendo mesmo conduzir a uma situação de crise financeira que poderá afectar negativamente todo o sistema financeiro e portanto todos os Estados membros que, apesar de manterem controlada a sua situação orçamental, estão assim sujeitos a efeitos negativos resultantes das acções menos correctas de um único Estado.

A conclusão óbvia a tirar segundo os artífices⁵⁵ deste pensamento é a de que os Estados membros são obrigados a ajudar financeiramente os Estados "mal comportados", reforçando-se assim os laços de solidariedade.

⁵⁵ Cf. Comission des Communautés Européennes (1990).

Num contexto em que os agentes detêm expectativas racionais, estes estão a par destas possibilidades pelo que agem de uma forma consistente com esta concepção.

Os mercados financeiros funcionam portanto de uma forma incorrecta, na medida em que assumindo a existência de uma maior solidariedade não consideram todos os riscos associados a uma situação de insolvência por parte de um determinado Estado, pois estão a contar com a ajuda dos restantes Estados para evitar uma crise prejudicial para todos.

O custo do capital para um país que leve a cabo uma política orçamental que todos reconhecem como insustentável não reflecte esse facto, pelo que o mercado não funciona neste caso como um mecanismo corrector que impõe maior disciplina orçamental.

A juntar a este aspecto existe ainda um outro: o desaparecimento de restrições que hoje em dia funcionam como elementos que incitam à moderação orçamental (Comission des Communautés Européennes, 1990).

A taxa de juro real "ex post" e a restrição externa são hoje em dia preocupações nacionais dos Estados membros que no contexto do UEM se tornam um "bem público"⁵⁶, isto é, passam a ser um aspecto que interessa à União como um todo, deixando de ser uma preocupação de cada Estado considerado isoladamente.

⁵⁶ Cf. Cohen e Wyplosz (1989).

Esta redução das restrições em causa tem como consequência a eliminação dos limites que condicionam a política orçamental no sentido de que se torna possível levar a cabo políticas orçamentais que a prazo irão conduzir a situações de insolvência (Commission des Communautés Européennes, 1990).

Também a ausência de coordenação no seio da UEM é considerado um factor que poderá conduzir a uma situação de maior permissividade relativamente às políticas orçamentais. Isso mesmo é confirmado pela análise de modelos de coordenação que indicam que o equilíbrio não cooperativo das políticas orçamentais é mais permissivo, pois os países apenas consideram o seu bem estar ao invés de ponderarem o bem estar de toda a União (Commission des Communautés Européennes, 1990).

Este é o raciocínio apresentado pelos defensores da ideia de que a UEM está associada a uma maior indisciplina que é necessário prevenir através de limites rígidos às políticas orçamentais. No entanto, estes argumentos não são tão conclusivos como se poderia pensar da análise até agora efectuada.

No que diz respeito ao incremento da solidariedade é necessário ter presente que os custos que a justificam não são de facto tão pesados nem tão evidentes como resulta desta análise.

A independência do SEBC, como referimos atrás, não está em causa, na medida em que os aspectos institucionais são

suficientes para do ponto de vista formal assegurarem a independência do mesmo. Por outro lado a posição das autoridades responsáveis pela definição e execução da política orçamental dos vários Estados membros face ao SEBC surge muito mais fragilizada do que a sua posição em relação aos bancos centrais nacionais de cada Estado.

O incremento da solidariedade para reduzir a hipótese de fragilização da credibilidade do SEBC parece-nos portanto um fraco argumento.

O outro aspecto que promove uma maior solidariedade entre países membros é a instabilidade inerente a uma crise financeira de um dos Estados. Mas os efeitos adversos decorrentes do não cumprimento por parte das finanças públicas podem ser limitados através de um incremento da coordenação entre os vários países e entre os vários países e os órgãos da Comunidade, coordenação essa que não implica necessariamente a remissão da dívida pública ao Estado não cumpridor (Buiter, 1992).

Concluindo, o incremento da solidariedade entre Estados poderá de facto ocorrer mas não será um resultado necessário da UEM. A possibilidade dessa ocorrência poderá ser atenuada através do estabelecimento de um compromisso de "no bail-out" entre Estados membros, no qual os vários países se comprometem a não ajudar financeiramente os Estados que levem a cabo políticas orçamentais que conduzam, a prazo, a uma situação de insustentabilidade orçamental.

Se o incremento da solidariedade é um fenómeno incerto como se pode constatar, então é de esperar que a eficiência dos mercados financeiros, no que diz respeito à determinação de qual o prémio de risco a atribuir a cada Estado quando este recorre a um financiamento, saia reforçada. O incremento da capacidade de avaliação dos mercados permitirá que os mesmos funcionem como um mecanismo capaz de assegurar a disciplina orçamental dos vários países (Buitter, 1992: 11).

De facto, no Commission des Communautés Européennes (1990: 120) é-nos apresentado um caso no qual os mercados financeiros funcionam como um mecanismo capaz de impôr uma disciplina orçamental através do seu funcionamento⁵⁷. O prémio de risco, que varia em função da situação orçamental, é o factor responsável pela imposição de uma maior disciplina. Assim sendo, Estados com políticas orçamentais menos adequadas e portanto capazes de conduzir a uma situação de insustentabilidade orçamental são penalizadas com um prémio de risco superior, o que ao aumentar os custos de financiamento desses países funciona como factor disciplinador.

Se o país em causa não ajustar a sua política orçamental no sentido de a tornar mais de acordo com a sustentabilidade acabará por encontrar no mercado uma situação de racionamento

⁵⁷ Segundo o Commission des Communautés Européennes (1990: 120) são as seguintes as condições que é necessário reunir para que os mercados financeiros possam assegurar uma disciplina efectiva:

- a) não deve existir nenhuma solidariedade financeira entre Estados membros e entre instituições da união;
- b) a independência e a credibilidade do SEBC deve estar plenamente assegurada;
- c) os mercados devem estar totalmente informados sobre a situação orçamental dos Estados;
- d) os agentes não devem ser obrigados a deter activos do Estado se não o desejarem.

de crédito que é pela sua natureza muito mais eficaz enquanto mecanismo corrector e disciplinador.

Se o mercado pode assegurar a disciplina orçamental⁵⁸ porquê a necessidade de limites tão rígidos como os impostos nos critérios em causa?

No que diz respeito às restrições que actualmente incitam à moderação, nomeadamente a restrição externa e a restrição associada às taxas de juro "ex post" de cada Estado, a verdade é que não se encontrou "aucune correlation apparente entre le solde budgétaire et celui de la balance courante." (Comission des Communautés Européennes, 1990: 123), e no que diz respeito às taxas de juros reais "ex post" a evidência empírica, pelo menos relativamente à França e à Itália no período de 1985 a 1989, não revelou qualquer diferença em relação ao nível das taxas de juro reais, apesar das suas significativas diferenças ao nível da situação orçamental, isto segundo uma avaliação da Comission des Communautés Européennes (1990: 123).

Por tudo isto podemos concluir que também este factor é pouco significativo para justificar a adopção de medidas tão rígidas e tão absolutas em relação à situação orçamental. Se as restrições referidas desempenham um papel na disciplina orçamental, podemos considerar que este é apenas "d'un

⁵⁸ No entanto a evidência empírica não deixa de revelar que este mecanismo disciplinador pode não ser totalmente eficaz. Assim por exemplo segundo o Comission des Communautés Européennes (1990: 122) no caso do Canadá as diferenças entre Estados no que diz respeito ao custo de financiamento não ultrapassam os 50 pontos base ficando no caso dos Estados Unidos pelos 40 pontos base. O que não põe em causa este mecanismo disciplinador mas apenas alerta para os seus limites, salientando a necessidade de uma certa coordenação.

sorte...supplétive..." (Comission des Communautés Européennes, 1990: 123).

Por outro lado os problemas referentes à falta de coordenação devem ser resolvidos através de um reforço da coordenação e não com imposição de limites à política orçamental. Mas este argumento também não justifica a existência destes critérios.

A juntar a estes argumentos temos outro que, ao contrário dos anteriores, não tem como função demonstrar que a redução da disciplina é um aspecto discutível, mas que avança com a ideia de que com a UEM a disciplina sairá reforçada, dado que será eliminada a possibilidade de recurso à monetarização da dívida, ou seja, no contexto da UEM não existem só factores que poderão diminuir a disciplina mas e também um aspecto que pode funcionar no sentido de reforçar a disciplina (De Grauwe, 1992a: 175).

Em suma, mesmo que consideremos que os argumentos favoráveis a uma redução da disciplina detêm algum valor e portanto aceitemos que a disciplina sai diminuída com a UEM, a verdade é que a impossibilidade de monetarizar a dívida e o seu carácter disciplinador permitem evidenciar a incerteza respeitante ao resultado final, na medida em que temos dois efeitos de sinal contrário, sendo portanto necessário determinar empiricamente qual o mais forte.

A redução da disciplina é portanto um resultado de carácter incerto pelo que nos parece uma escolha menos acertada a

adopção de critérios tão limitativos da liberdade em relação à política orçamental.

II.2.3.2.10. A política orçamental enquanto política de estabilização

Os custos principais da União Monetária tem a sua origem essencialmente no facto de se perder um instrumento de política económica. Mais concretamente, com a União Monetária perde-se a possibilidade de conduzir uma política monetária nacional independente e a possibilidade de proceder a ajustamentos através das taxas de câmbio nominais.

A UEM vai dar origem ao SEBC, que passará a deter todas as competências em termos de definição e execução da política monetária ao que se junta a fixação irrevogável da taxa de câmbio que elimina a possibilidade de utilizar esta variável enquanto instrumento de política económica.

Com o desaparecimento deste instrumento de política económica que poderia ser utilizado para promover a estabilidade económica e facilitar o ajustamento, ganha relevo um outro instrumento de política económica, a política orçamental (Fitoussi et al., 1993: 64).

Portanto, a política orçamental com a UEM torna-se a única política económica ao nível nacional de gestão da procura.

No entanto não é só ao nível da estabilização económica que a política orçamental vê o seu papel acrescido de significado. Com a perda da taxa de câmbio nominal, enquanto instrumento de política económica capaz de facilitar o ajustamento económico em situações de assimetria⁵⁹ entre os vários Estados, a política orçamental torna-se também ela uma política económica capaz de produzir o ajustamento necessário ou facilitar esse ajustamento por forma a reduzir os custos.

O seu papel enquanto política de ajustamento é limitado, na medida em que existem outros mecanismos que permitem o ajustamento, nomeadamente a flexibilidade de salários e preços e a mobilidade do factor trabalho. O primeiro destes mecanismos é aquele que será mais susceptível de substituir a taxa de câmbio nominal (Commission des Communautés Européennes, 1990: 112).

O papel da política orçamental não surge reforçado apenas devido a estes aspectos, mas e também porque com a UEM se passa para um regime de taxas de câmbio fixas e perfeita mobilidade de capital que, como é do conhecimento geral, corresponde ao caso em que no contexto de um modelo do tipo Mundell-Fleming, a eficácia da política orçamental surge reforçada. Ou seja, a UEM não só torna a política orçamental na única política económica nacional de gestão de despesa, conferindo-lhe um papel acrescido no ajustamento, como ainda

⁵⁹Estas assimetrias podem ter origem em situações iniciais distintas, choques distintos, estruturas distintas, comportamentos ou preferências distintas (Commission des Communautés Européennes, 1990).

cria um sistema em que a eficácia da política orçamental é máxima.

Todos estes aspectos apontam num mesmo sentido, a política orçamental torna-se um instrumento de política económica fundamental e eficaz ao nível nacional, pelo que é necessário assegurar a sua autonomia na medida em que será pouco sensato retirar aos países um instrumento ímpar e, dadas as condições, com eficácia assegurada (Commission des Communautés Européennes, 1990).

Pode-se então concluir que é necessário salvaguardar a autonomia orçamental. Ou seja, o seu papel ao nível nacional enquanto instrumento de estabilização e ajustamento justifica plenamente a persistência a médio termo de défices orçamentais diferentes de um Estado para outro (Commission des Communautés Européennes, 1990: 115).

Parece-nos deste modo demasiado brusca a limitação à autonomia imposta pelos critérios respeitantes à situação das finanças públicas de cada Estado.

II.2.3.2.11. O grau de exigência - uma simulação

Os argumentos apresentados "supra dictum" são suficientes para podermos afirmar que não existe um fundamento consistente para os critérios sobre as finanças públicas tal como ele aparece no Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência. Ou seja, os argumentos pró-critério não são suficientes para justificar

de forma clara os dois valores de referência estabelecidos nos critérios em análise.

É mesmo possível afirmar que, com estes critérios, se abandonou o compromisso de conciliar autonomia com disciplina em favor deste último aspecto. Para além de não ser possível fundamentar credivelmente estes critérios, estes revelam-se também demasiado exigentes. Isso mesmo é confirmado através de uma simulação levada a cabo por Buitter (1992), na qual ele procurou responder à seguinte questão "What happens if the Netherlands tries to satisfy the fiscal norms of Maastricht?".

Para responder a esta questão, Buitter (1992) começou por determinar qual o número de anos necessário para a Holanda satisfazer a norma referente à dívida pública se desde logo satisfizesse imediata e continuamente a norma do défice/PNB.

A simulação foi feita admitindo que a taxa de crescimento real do produto varia entre os 4% e os 6%, que a situação inicial em relação ao rácio dívida/PNB é de 79% e ainda que o crédito concedido pelo banco central ao governo no futuro em relação ao PNB é de 0,11%.

Os resultados da simulação são perfeitamente avassaladores. No caso do produto crescer à taxa de 4% então a Holanda nunca passaria à última fase da UEM, pois nunca seria capaz de cumprir o critério respeitante à dívida. Caso a taxa de crescimento do PNB fosse de 6% a situação melhora mas mesmo



assim é dramática, na medida em que a simulação de Buitter (1992) aponta para 16 anos até à Holanda verificar o critério.

Mudando de enfoque o autor procurou determinar qual a exigência em termos de política orçamental no caso da Holanda pretender cumprir os critérios até 31 de Dezembro de 1996 (num prazo de 5 anos, pois a simulação é de 1992) ou até 1 de Janeiro de 1999 (num prazo de 7 anos).

As conclusões de Buitter (1992) mais uma vez foram reveladoras. Se a taxa de crescimento do produto for de 4% então para cumprir em apenas 5 anos implica a obtenção de um saldo orçamental excedentário na ordem dos 0,23% do PNB, enquanto que em 7 anos apenas será exigido um saldo deficitário de 0,16% do PNB. No entanto se a taxa de crescimento do produto for somente de 2% para se cumprir em apenas 5 anos isso implica produzir um excedente de 2,3% do PNB e em 7 anos um excedente um pouco inferior mas ainda de 1,22% do PNB.

Como se vê por esta simulação o critério em causa é deveras exigente, impondo, neste caso concreto à Holanda, a necessidade de políticas orçamentais muito contraccionistas que se iriam traduzir em significativos cortes nas despesas e aumento das receitas fiscais (Buitter, 1992).

II.2.4. Ausência de realinhamentos

O último critério que vamos analisar exige que os Estados membros não procedam a realinhamentos durante um período de pelo menos dois anos. Mais concretamente, o texto referente a este critério existente no Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência é:

- cada Estado membro deve respeitar as margens de flutuação normais previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem tensões graves durante pelo menos os últimos dois anos, e nomeadamente não deve desvalorizar por iniciativa própria a taxa de câmbio central bilateral da sua moeda em relação à moeda de qualquer outro Estado membro durante o mesmo período.

A interpretação que vamos fazer deste critério é a de que as margem de flutuação normais correspondem à banda estreita do MTC do SME ($\pm 2,25\%$). Esta leitura resulta da própria estratégia de construção da UEM constante do Tratado. No entanto, após o colapso do SME esta interpretação pode ser considerada inadequada dado que ninguém pensa em retornar à situação anterior e, como tal, a banda estreita parece definitivamente posta de lado. Não obstante esta limitação prosseguimos a análise com base nesta leitura do critério, dado que a exposição a apresentar neste ponto pretende analisar as fraquezas deste critério tendo em atenção os objectivos implícitos na estratégia de construção da UEM quando do seu surgimento, e não após alterações que implicam a

reinterpretação do critério, e que na prática corresponde ao seu abandono (ou pelo menos abandona-se a lógica implícita no critério - reforço gradual da estabilidade cambial) sem deixar de o respeitar (por exemplo, considerar a actual banda de $\pm 15\%$ como a banda normal).

As críticas que se podem fazer a este critério decorrem essencialmente dos problemas inerentes a uma união monetária incompleta, arranjo monetário entre Estados que não sendo uma união monetária plena limita as políticas monetárias nacionais dos participantes e implica uma certa rigidez cambial (De Grauwe, 1992a: 95). Assim é porque o critério em causa exige uma permanência durante dois anos no Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio do SME sem realinhamentos, ou seja, exige a permanência num arranjo monetário que pode ser considerado como uma união monetária incompleta com um carácter assimétrico.

II.2.4.1. As Uniões Monetárias Incompletas

A uma união monetária incompleta e de igual modo ao SME⁶⁰, estão associados os seguintes problemas (De Grauwe, 1992a: 96):

- a) a credibilidade do arranjo cambial ou a falta dela;
- b) e a indeterminação associada à política monetária.

⁶⁰ No entanto o SME apresenta alguns aspectos característicos que atenuam os problemas de estabilidade, dos quais se destaca a elevada amplitude das bandas de flutuação em termos relativos (estamos a falar obviamente das bandas de 2,25% e 6,00% e não da de 15% resultante da forte crise que afectou o SME) - De Grauwe (1992a: 103-111).

As questões de credibilidade surgem relacionadas com os custos e benefícios associados à União e tem origem em dois aspectos distintos (De Grauwe, 1992a: 96-101):

- a) os problemas de ajustamento;
- b) as diferenças de reputação entre os Estados membros.

O primeiro problema surge relacionado com a teoria das zonas monetárias óptimas⁶¹ e resulta das diferenças de custo associadas ao ajustamento quando se participa num arranjo monetário desta natureza em relação aos custos associados ao ajustamento quando se dispõe da taxa de câmbio nominal como instrumento de política económica.

Considerando um modelo de oferta e procura agregada para dois países podemos analisar o problema em causa. Assim, se admitirmos que os dois países constituem entre si uma união monetária incompleta, a variável taxa de câmbio deixa de ser um instrumento de política económica disponível, dado que estes países definem uma paridade fixa entre as duas moedas.

Seguindo a abordagem proposta por De Grauwe (1992a), vamos analisar o impacto de um choque específico a um país, mais concretamente um elevado incremento dos salários nominais no país A. Um choque desta natureza terá como consequência o deslocamento para cima da curva da oferta do país A, o que irá conduzir a um nível do produto inferior, a mais desemprego e a

⁶¹ Cf. Ishiyama (1975) - "survey"; Narassiguin (1992) - "survey" e De Grauwe (1992a) - aplicação da teoria das zonas monetárias óptimas à Europa.

um desequilíbrio externo, sendo desta forma necessário proceder a um reajustamento da economia.

No caso da união monetária incompleta, o ajustamento apenas funciona sem problemas se a flexibilidade dos salários e preços ou a mobilidade do factor trabalho forem suficientemente elevados para permitir um ajustamento fácil e sem custos de monta.

Se, no entanto, se verificar a existência de rigidez nominal dos preços e salários, assim como a ausência de mobilidade do factor trabalho, a questão do ajustamento torna-se mais complicada na medida em que a utilização de uma política económica contraccionista poderá resolver o problema do equilíbrio externo mas irá agravar a situação do desemprego e produto; pelo contrário, a utilização de uma política económica expansionista permitiria atingir o equilíbrio interno, mas às custas de um agravamento do equilíbrio externo.

Caso o país A mantenha o seu compromisso em relação ao regime cambial será confrontado com um dilema, dado que a adopção de uma política de gestão da despesa contraccionista ou inflacionista resolve um dos problemas mas agrava o outro. A perda da taxa de câmbio nominal enquanto instrumento de política económica (no contexto de uma união monetária incompleta) implica um incremento dos custos do ajustamento a um choque específico como aquele que analisámos.

Existe deste modo um incentivo para renegar o compromisso cambial e para proceder ao ajustamento através do abandono do arranjo cambial, permitindo à taxa de câmbio nominal suportar o ajustamento e resolvendo desse modo o dilema, dado que a desvalorização da moeda permite atingir um novo nível de equilíbrio interno e externo.

Admitindo que as expectativas são racionais então os agentes económicos em geral e os especuladores em particular apercebem-se deste incentivo para renegar os compromissos assumidos em relação à taxa de câmbio (De Grauwe, 1994: 149-150).

O resultado é que os especuladores vão esperar que as moedas de países que estejam na situação exemplificada por A se desvalorizem no futuro, pelo que agem nesse sentido pressionando a moeda do país em causa e provocando crises especulativas. O arranjo torna-se portanto pouco credível e alvo de ataques especulativos.

A única forma de resolver este problema é convencer os especuladores de que o único objectivo das autoridades responsáveis pela condução da política económica é a manutenção da paridade cambial fixa quaisquer que sejam os custos a suportar (De Grauwe, 1992a: 103).

O outro aspecto que reduz a credibilidade de uma união monetária incompleta é a diferença de reputação entre as autoridades dos países que participam na união.

Vamos admitir que o país A é um Estado com um passado de altas taxas de inflação, enquanto que o outro membro da união, o país B, detêm uma credibilidade confirmada em termos de combate à inflação. O país A, face ao seu passado de altas taxas de inflação, detêm uma baixa credibilidade junto dos agentes no que diz respeito ao anúncio de políticas deflacionistas.

O país A, ao constituir uma união monetária incompleta em conjunto com o país B, obtém um reforço de credibilidade, que confere maior aceitação às políticas deflacionistas que propõe levar a cabo. Assim, será tentado a prescindir do compromisso cambial na medida em que agora, como a sua credibilidade fica reforçada, o impacto da inflação surpresa é superior (pois permite obter uma melhoria no "trade-off" inflação/desemprego), aumentando os benefícios associados à quebra do compromisso em relação à taxa de inflação.

O resultado é que a taxa de inflação nos dois países será diferente (ver solução do modelo apresentado no ponto II.2.2.1. da tese), o que colocará em causa o arranjo cambial, na medida em que mais tarde ou mais cedo o país A será obrigado a desvalorizar para compensar o nível superior de inflação. Ou seja, os diferenciais de inflação, ao implicarem realinhamentos contínuos, acabam por levar ao colapso do

sistema⁶² devido aos ataques especulativos que provocam (De Grauwe, 1992a: 103).

O segundo problema associado às uniões monetárias incompletas tem a ver com a existência de um grau de liberdade no sistema que é necessário preencher (De Grauwe, 1994: 150). Consideremos então dois países que resolvem constituir uma união monetária óptima fixando a taxa de câmbio bilateral; passa a existir uma taxa de câmbio que é necessário manter fixa pelo que uma das duas autoridades monetárias estará afectada a esse objectivo. A segunda autoridade monetária pode no entanto levar a cabo uma política monetária independente.

Desta situação resulta a existência de um conjunto muito vasto de combinações de oferta de moeda e taxa de juro que asseguram o equilíbrio. Verifica-se deste modo um problema de indeterminação, ou seja, é necessário escolher qual a combinação que se pretende.

Este mesmo raciocínio é válido para N países. A união entre N países implica a existência de $N-1$ taxas de câmbio que é necessário manter fixas. No entanto existem N autoridades monetárias e apenas $N-1$ estão afectadas à manutenção da estabilidade cambial, pelo que existe uma autoridade monetária que pode levar a cabo uma política monetária independente. Tal facto conduz, tal como para dois países, a uma indeterminação em relação ao nível de taxa de juro de equilíbrio.

⁶² "... under conditions of capital mobility, a systematic realignment policy may have disruptive effects in financial markets ..." Obstfeld (1988: 233).

A solução para este problema admite duas respostas, ambas válidas (De Grauwe, 1992a: 113). Uma das soluções, chamada de assimétrica, consiste em permitir a um país membro que defina a política monetária de forma independente (assumindo o papel de líder). As outras autoridades têm que ajustar-se à política do líder por forma a assegurar a estabilidade cambial. Isto é, nesta solução o líder utiliza o grau de liberdade do sistema através da definição de uma política independente. Este caso assemelha-se muito à forma como funciona hoje em dia o SME, sistema em que a Alemanha assumiu o papel de líder⁶³ levando a cabo uma política mais ou menos independente enquanto que os restantes Estados são obrigados a ajustar a sua política monetária de modo a assegurar a estabilidade das suas moedas⁶⁴.

A segunda resposta é a simétrica ou cooperativa⁶⁵. Neste caso os países decidem conjuntamente qual o nível da oferta de moeda e taxa de juro que é considerado o desejável.

A primeira solução detem certas vantagens, nomeadamente impõe uma grande disciplina aos seguidores, na medida em que qualquer política levada a cabo pelo líder é imediatamente ajustada pelos restantes países, enquanto que qualquer tentativa por parte dos seguidores de levarem a cabo uma política monetária independente será imediatamente anulada

⁶³ A escolha do líder no SME é apresentada em De Grauwe (1992a: 121-123).

⁶⁴ De Grauwe (1992a: 117) defende no entanto que, apesar do papel dominante da Alemanha no SME, os outros Estados também mantiveram alguma independência às custas essencialmente dos controlos de capitais; por outro lado salienta ainda que as interdependências no seio do SME são mais complexas do que se poderia pensar.

⁶⁵ Solução que deveria ter sido promovida para o SME. Cf. (De Grauwe, 1992a: 114-116).

pelo líder (através da esterilização da liquidez). Mas também apresenta uma fragilidade que lhe pode ser fatal.

Consideremos então De Grauwe (1992a). Neste seu trabalho ele apresenta uma união monetária incompleta entre dois países, sendo o país A o seguidor e o país B o líder. No país A o sistema é afectado por um choque assimétrico que atinge negativamente o país A provocando uma recessão. Como a política monetária é definida pelo líder e este não é afectado pelo choque, B mantém a sua política inalterada pelo que o país A terá que se ajustar sozinho ao choque (e sem recurso à política monetária). Se considerarmos que os ciclos económicos estão desincronizados entre os dois países, então o líder levará a cabo uma política monetária contrária aos interesses do país A, contribuindo para o agravar dos ciclos económicos⁶⁶ (De Grauwe, 1992a: 118-119).

Este problema resulta da total ausência de interesse do país que assume o papel de líder em relação à situação dos seguidores, pois define a política monetária apenas tendo em consideração o impacto na sua própria posição económica (De Grauwe, 1994: 152-153).

Esta solução deverá conduzir a inúmeros problemas associados ao conflito que esta questão levanta entre os vários Estados da união, em particular entre o líder e os seguidores.

⁶⁶ Este mesmo problema esteve muito em foco nos últimos tempos, com a Alemanha a manter as taxas elevadas para controlar a inflação resultante do processo de unificação entre as duas Alemanhas e os restantes a exigirem uma política monetária mais expansionista como forma de superar a crise.

Problemas e conflitos esses que podem levar à instabilidade do sistema, comprometendo a sua sobrevivência a longo prazo.

Como já foi referido, o SME, dadas as suas características, pode ser considerado um sistema monetário incompleto,⁶⁷ onde o problema de indeterminação relativo à política monetária tem uma solução assimétrica⁶⁸ (a Alemanha assume o papel de líder⁶⁹) e onde existe uma elevada mobilidade dos capitais (De Grauwe, 1994: 152-153).

De Grauwe (1994) realizou uma análise empírica cujo objectivo é determinar em que medida a credibilidade do SME é afectada pelo par taxa de inflação - taxa de desemprego. A conclusão⁷⁰ a que chegou é que, devido ao problema de indeterminação associada à política monetária, a taxa de inflação e também a taxa de desemprego conduzem a problemas de credibilidade por parte do sistema. Mais concretamente, as diferenças em relação às preferências no que diz respeito à taxa de inflação mas e também em relação à taxa de desemprego conduz a respostas divergentes por parte dos vários países, o que no contexto do SME dá origem a conflitos sobre qual a política monetária adequada para o sistema como um todo (De Grauwe, 1994: 153).

⁶⁷ No entanto o SME apresenta alguns aspectos característicos que atenuam os problemas de estabilidade associados às uniões monetárias incompletas. Para mais detalhes ver De Grauwe (1992a: 103-111).

⁶⁸ "One element of the system that receives special emphasis here is its oft-noted asymmetry. Not only does Germany retain a certain monetary independence that the others lack, but it also gets totally different benefits than the rest. Furthermore, the German benefits are more secure." Melitz (1988: 68).

⁶⁹ Cf. De Grauwe (1992a).

⁷⁰ Os resultados da análise empírica de De Grauwe (1994) são as seguintes:

- a) durante a segunda parte da década de 80 o incremento da credibilidade não pode ser explicado apenas pela convergência em termos de inflação mas deve-se igualmente ao declínio do desemprego;
- b) o efeito de credibilidade da taxa de desemprego é da mesma ordem de grandeza do efeito da taxa de inflação.

II.2.4.2. Os controlos cambiais

Se o sistema é tão instável e sofre de tantos problemas quantos os referidos, então porque é que de 1986 até 1992 estes problemas não provocaram a ruptura do sistema e as suas "performances"⁷¹ foram consideradas satisfatórias?

A resposta mais mencionada em relação a esta questão é que o MTC do SME foi suportado ao longo de todos estes anos pela existência de controlos de capitais⁷² que atenuam a flutuação compensatória das taxas de juro⁷³ e previnem a possibilidade da ocorrência de ataques especulativos (Artis e Taylor, 1988). A ideia subjacente é a seguinte: a falta de coordenação entre os Estados membros que participam no SME desloca o fardo da estabilização cambial para as taxas de juro internas; para precaver contra as consequências negativas desse fenómeno, as autoridades adoptam controlos cambiais⁷⁴ que por seu lado transferem o peso do ajustamento para as taxas de juro do euromercado,⁷⁵ estratégia essa que permite às autoridades manter uma política económica independente e as taxas de

⁷¹ Para uma avaliação das "performances" ver, por exemplo, Radaelli (1990); Driffill (1988); Artis e Taylor (1988).

⁷² Cf. Obstfeld (1988); Driffill (1988); Artis e Taylor (1988).

⁷³ A remoção ou redução da volatilidade no mercado de câmbios poderá provocar um aumento da volatilidade nas taxas de juro. Esta transferência de volatilidade pode tornar-se extremamente negativa na medida em que a taxa de juro é uma variável que afecta mais directamente os agentes económicos em geral, podendo dar origem a maiores custos (Artis e Taylor, 1988).

⁷⁴ São três os instrumentos de política económica que podem ser utilizados com o fim de garantir a estabilidade das "target zones":

- a) a política monetária, mais concretamente uma maior coordenação das políticas monetárias;
- b) intervenções esterilizadas no mercado cambial;
- c) os controlos cambiais (Frenkel e Goldstein, 1986).

⁷⁵ Ver estudos empíricos que confirmam esta ideia in Radaelli (1990) e Artis e Taylor (1988).

câmbio estabilizadas, sem sofrerem os custos de uma maior volatilidade das taxas de juro (Radaelli, 1990).

No entanto esta resposta não é totalmente consensual, assim, por exemplo, in Radaelli (1990) é relativizado o papel dos controlos de capitais procurando-se outras explicações para o bom funcionamento do SME.

Segundo este autor os controlos de capitais não são capazes de justificar por si só a elevada estabilidade cambial no seio do SME. Também as intervenções no mercado cambial parecem ter tido um papel significativo na estabilidade do sistema. Isso parece ter sido confirmado pela análise empírica realizada por Radaelli (1990) que concluiu que:

- i) as intervenções no contexto do SME foram mais significativas do que o que se pensava;
- ii) estão reunidas as condições para as intervenções serem eficientes;
- iii) os bancos centrais têm explorado a eficácia destas intervenções através de regras de actuação simples.

Conjugando esta evidência de uma real e eficaz utilização das intervenções no mercado de câmbios, com um reforço da coordenação entre autoridades ao nível da política económica, este autor avança com a ideia de que é possível eliminar os controlos de capitais sem que isso ponha em causa o SME.

Se esta ideia tem o seu valor a verdade é que a evolução recente do SME e os maus momentos por que este passou nos

últimos tempos parecem justificar a ideia de que os controlos de capitais desempenhavam um papel determinante na sua estabilidade e desempenho do SME.

Esta possibilidade já havia sido levantada por Artis e Taylor (1988: 202) que alertavam para o facto do SME e da sua operacionalidade que "owed something (at times) to the controls over capital flows."

Driffill (1988), adoptando outra perspectiva, procurou determinar quais as políticas económicas que ficam disponíveis, com o desaparecimento dos controlos de capitais consistentes com a estabilidade e sustentabilidade do SME. A conclusão a que chegou na ausência de controlos de capitais é que continuam a existir combinações de políticas monetárias e orçamentais compatíveis com a estabilidade e sustentabilidade do SME mas estas serão em número mais limitado.

Em síntese:

O critério em análise, ao exigir que os países membros mantenham as suas moedas durante dois anos no Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio do SME dentro da banda mais estreita (2,25%) e sem qualquer realinhamento, exige portanto que os Estados mantenham as suas moedas durante dois anos sem realinhamentos num sistema que, como vimos, está sujeito a um conjunto de problemas que põe em causa a sua sustentabilidade. Estes mesmos problemas parecem ter sido confirmados pela crise que o SME tem vindo a atravessar e que culminou com a adopção

de uma banda de flutuação significativamente mais ampla (15% para cima e para baixo) do que a banda de flutuação mais larga até então existente.

A juntar a esta crítica, que decorre das fraquezas do próprio sistema, junta-se um problema de carácter prático: apenas dois países participam hoje em dia na banda de flutuação de 2,25%, os restantes ou estão fora do MTC ou participam numa banda de recurso com uma amplitude de 30% (15% para cima e 15% para baixo), pelo que será difícil aos restantes países o cumprimento do critério se não voltarem brevemente a uma banda de flutuação mais restrita, excepto claro se o critério for reinterpretado de forma a considerar a banda actual como a banda normal.

II.3. Uma avaliação global da estratégia

Neste trabalho dedicamos a nossa atenção ao processo de construção de uma união monetária, dando especial relevo à realização da UEM no continente Europeu. Começámos o nosso estudo com a teoria das zonas monetárias óptimas, de seguida apresentamos os custos e benefícios de uma união monetária para um país que nela deseje participar. Depois centrámos a nossa análise no caso concreto da União Europeia. Revelámos então qual o processo de transição para a UEM preconizado pelo Tratado de Maastricht, pondo em evidência os critérios de convergência nominal (critérios que esse mesmo país deve cumprir se for um dos países Europeus envolvidos neste projecto), que funcionam neste caso como critérios eliminatórios no que diz respeito à passagem para a última fase do processo de integração. Relativamente a estes critérios apresentámos ainda uma crítica fundamentada em elementos teóricos e na evidência empírica.

À luz do percurso que temos vindo a seguir e que acabámos de descrever parece-nos lógico proceder a uma análise e avaliação da estratégia inerente ao processo de transição para a UEM. Mais concretamente, neste ponto do nosso trabalho vamos apresentar uma breve reflexão sobre se a estratégia formalizada no Tratado da União Europeia conduz de facto à União Monetária.

O Tratado da União Europeia (Tratado de Maastricht), veio institucionalizar a estratégia por estádios com vista à

concretização de uma União Económica e Monetária, estratégia essa antes proposta pelo relatório Delors. No entanto, o Tratado não se limita a estabelecer os estádios, dá um passo em frente porque define datas precisas para cada um dos estádios e quais os critérios que é necessário satisfazer para a passagem à terceira e última fase do processo de unificação económica e monetária.

As principais características de cada estádio, o seu encadeamento e as datas de passagem de um estádio para o outro foram já referidos atrás, pelo que vamos prosseguir a nossa exposição suprimindo esses aspectos.

Os princípios orientadores desta estratégia são (De Grauwe, 1992a: 134 e 1994: 159):

- a) o carácter gradual da transição (nomeadamente a forma gradual como o grau de rigidez cambial é intensificado);
- b) a necessidade dos países convergirem previamente em termos de inflação, taxas de juro e política fiscal;
- c) a obrigação de todos os países passarem em simultâneo para a terceira e última fase.

Depois de apresentada a estratégia (ver ponto II.1.) é necessário passar à avaliação da mesma. Para tal vamos recorrer aos seguintes critérios propostos por Fratianni, Von Hagen e Waller (1992: 15):

- a) a credibilidade;
- b) a flexibilidade;

- c) a construção efectiva das novas instituições;
- d) a forma como o regime monetário vigente será eliminado e o comportamento estratégico por parte dos agentes económicos.

II.3.1. A credibilidade

Para que uma estratégia de política monetária anunciada em determinado momento seja credível é necessário que mais tarde, quando as autoridades puderem alterar a sua escolha, essa opção continue a ser uma opção óptima. Portanto, para que qualquer promessa possa ser considerada credível, é necessário que os custos inerentes ao seu não cumprimento sejam superiores aos custos associados ao cumprimento (Fратиanni, Von Hagen, Waller, 1992: 15).

No caso concreto da UEM o principal problema de credibilidade relaciona-se com o empenho das autoridades em relação ao objectivo final, a fixação irrevogável das taxas de câmbio (De Grauwe, 1994: 149).

Este assunto já foi abordado atrás, em particular quando analisámos o critério respeitante à ausência de realinhamentos. A conclusão a que então chegámos aponta para um fraco desempenho da estratégia preconizada pelo Tratado de Maastricht no que diz respeito ao critério credibilidade.

Como vimos, a necessidade de cumprir o critério de convergência que elimina os realinhamentos (e portanto a

estratégia inerente ao Tratado: o carácter gradual com que o grau de rigidez cambial é intensificado) levanta sérios problemas de credibilidade, que ao serem potenciados pela conjuntura de crise económica por que passou a União Europeia, levaram à rotura do SME. A rotura do SME, sendo uma consequência dos problemas de credibilidade induzidos por esta estratégia, vem dificultar a implementação dessa mesma estratégia, abrindo o caminho para a procura de alternativas (De Grauwe, 1994: 152-153).

II.3.2. A flexibilidade

Em relação à flexibilidade é necessário ter em conta se a estratégia é suficientemente adaptável por forma a responder aos choques que possam ocorrer ao longo do processo de transição. Se este critério de análise entra em conflito ou não com o critério de credibilidade, depende do valor simbólico atribuído à fixação das taxas de câmbio. A consideração de que a fixação da taxa de câmbio é um sinal de empenhamento com a UEM, conduz necessariamente a um "trade-off" entre os dois critérios. Se, pelo contrário, os problemas de credibilidade forem considerados como um problema que têm outras soluções que surgem como mais adequadas, por exemplo, uma maior independência dos bancos centrais, então não existirá qualquer conflito entre estes critérios (Fратиanni, Von Hagen, Waller, 1992: 23).

A estratégia que estamos a analisar evidencia uma reduzida flexibilidade, que surge confirmada pela incapacidade de

suportar uma conjuntura desfavorável. Ou seja, o processo, ao exigir uma intensificação gradual do grau de fixação da taxa de câmbio a par com a ausência de realinhamentos, conduz a uma ausência de mecanismos capazes de fornecer uma resposta adequada à concretização de choques assimétricos no seio da União Europeia. Como vimos no capítulo referente aos custos e benefícios, a perda da taxa de câmbio enquanto mecanismo de ajustamento é tanto mais significativa quanto maior for a ocorrência de choques assimétricos e temporários. Se tivermos em atenção que com a intensificação da integração económica a ocorrência destes choques pode aumentar, devido a uma menor diversificação da estrutura de produção (Krugman, 1993), então é possível pensar que a melhor estratégia para a concretização da UEM não passa pelo gradual aumento do grau de fixação da taxa de câmbio mas sim por uma maior flexibilização dessa variável por forma a eliminar a possibilidade de ataques especulativos. Este aspecto é confirmado por De Grauwe (1994: 169), que considera o arranjo vigente no SME como mais flexível e portanto mais capaz de suportar uma estratégia alternativa que conduza mais facilmente ao objectivo final, a UEM.

II.3.3. A efectiva construção das novas instituições

O Tratado de Maastricht formula de forma clara os aspectos institucionais do novo arranjo monetário. Além disso a criação do IME no segundo estágio e as funções que lhe são atribuídas parecem-nos adequadas, no sentido de que constituem um período de aprendizagem durante o qual se pode aprender o suficiente

para minimizar os potenciais erros de política monetária (Fратиanni, Von Hagen, Waller, 1992: 23). Portanto, em relação a este critério o percurso por estádios revela-se à partida adequado.

II.3.4. A eliminação do antigo regime

Em relação ao quarto e último critério de avaliação das estratégias de concretização da UEM, é necessário ter em conta se o processo conduz a situações de comportamento estratégico (perverso), que podem resultar do conhecimento prévio do resultado do jogo ("End Games"), quando da passagem de um regime para outro (Fратиanni, Von Hagen e Waller, 1992: 27; Buitter, Corsetti e Roubini, 1992: 38).

Fратиanni, Von Hagen e Waller (1992) apresentam um exemplo deste tipo de comportamento no caso do processo de reunificação da Alemanha. Todos os participantes, numa ronda de discussão salarial entre gestores e trabalhadores na Alemanha do Leste, sabiam que após a unificação as empresas teriam que fechar em qualquer das situações. Assim sendo, e prevendo que os subsídios de desemprego iriam ser uma função dos salários, os trabalhadores exigiram aumentos excessivos e os gestores concederam esses aumentos. Neste caso concreto, o conhecimento do resultado final condicionou o comportamento dos agentes, o que se revelou prejudicial para os desempenhos do antigo e do novo regime.

Uma forma de lidar com este problema passa por exemplo pela adopção de condições de acesso à União⁷⁶. Tal poderia levar à ideia de que também em relação a este critério a estratégia preconizada pelo Tratado de Maastricht se revela sem problemas, dado que adopta uma medida que permite evitar este problema. No entanto este pressuposto não está totalmente correcto, na medida em que, por exemplo, Buiters, Corsetti e Roubini (1992: 38) identificam a possibilidade de um comportamento estratégico perverso que incide sobre os próprios critérios de acesso à UEM. A ligação entre os diferenciais de inflação e os diferenciais referentes às taxas de juro pode levar a que um país, que à partida esteja impossibilitado de verificar o critério referente às taxas de juro, se esforce para estar no grupo dos três Estados com melhor taxa de inflação. Assim é porque dessa forma o Estado em questão poderá influenciar o critério referente à taxa de juro de longo prazo dado que este é determinado tendo por base as taxas de juro dos três países que apresentem os melhores desempenhos em termos do critério referente à taxa de inflação.

II.3.5. A Avaliação global

Em termos globais a estratégia adoptada em Maastricht e institucionalizada no Tratado em análise não revela um bom desempenho quando confrontada com os critérios de avaliação considerados. Para além disso a própria evolução do SME levanta sérias dúvidas sobre se este é o caminho mais fácil

⁷⁶ Veja-se Fratianni, Von Hagen e Waller (1992: 28).

para a UEM, ou se pelo contrário não constitui antes uma forma de atrasar a concretização desse objectivo final. Questão tão mais pertinente se tivermos em conta a fraca fundamentação do ponto de vista económico da quase totalidade dos critérios de convergência nominal impostos pelo Tratado de União Monetária e as enormes dificuldades da sua verificação para a maioria dos Estados membros.

III. A TRANSIÇÃO PARA A UNIÃO MONETÁRIA NA EUROPA - CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Neste capítulo vamos apresentar e avaliar alguns dos vários cenários alternativos para a realização da União Monetária no seio da Europa.

O objectivo deste ponto não é apresentar de forma exaustiva todos os cenários possíveis em relação à UEM. Procuramos antes expor algumas das estratégias pertinentes, à luz da conjuntura presente, que nos surgem como alternativas viáveis.

III.1. Prioridade à transferência de poderes de política monetária para o nível da União

Uma estratégia viável na actual conjuntura passa pela separação entre taxas de câmbio fixas e a transferência de poderes para o SEBC (Fратиanni, Von Hagen e Waller, 1992: 28). A intenção subjacente é a de transferir poderes de política monetária do nível nacional para o nível Europeu e proporcionar um maior grau de coordenação entre políticas monetárias ao nível da União Europeia. Em paralelo, as taxas de câmbio poderiam permanecer na banda de mais ou menos 15%. Ou seja, as preocupações com a fixação da taxa de câmbio estão em último plano, após a implementação, com sucesso, da coordenação em termos de política monetária.

Analisando esta proposta à luz dos critérios de avaliação podemos concluir que reforça a credibilidade, apresenta uma flexibilidade acrescida e mantém o período de aprendizagem, ou seja, em termos globais apresenta algumas melhorias significativas em relação ao cenário proposto pelo Tratado de Maastricht.

III.2. A reforma monetária

Uma estratégia sempre passível de ser utilizada é a abordagem radical, reforma monetária ou terapia de choque (Fратиanni, Von Hagen e Waller, 1992: 28; De Grauwe, 1992a: 131), que consiste simplesmente na introdução da UEM na sua totalidade de uma só vez.

As vantagens e desvantagens desta abordagem em relação à estratégia gradual devem ser avaliadas à luz dos critérios "ut supra".

Com respeito à credibilidade e tendo por base a análise efectuada no capítulo dedicado aos custos e benefícios, é de admitir que a fixação irrevogável das taxas de câmbio de uma só vez pode ter vantagens em relação à estratégia gradual. Assim, com uma reforma do sistema monetário é possível eliminar os problemas de credibilidade em relação aos países com taxas de inflação mais elevadas, e dessa forma tornar o processo de realização da UEM menos custoso e mais eficaz.

Esta estratégia de reforma pode ainda proporcionar maior flexibilidade de ajustamento aos choques assimétricos. A ausência de um período de transição deverá contribuir para a ausência de grandes custos de ajustamento antes da reforma. Após a reforma o novo arranjo nada tem a ver com o inicial, pelo que é de admitir uma total alteração das expectativas no sentido de reforçar e facilitar a convergência nominal da economia dos Estados membros.

No que diz respeito aos dois últimos critérios (a construção efectiva das novas instituições e a forma como o regime monetário vigente é eliminado) é de considerar um desempenho menos vantajoso. Não existe um período de aprendizagem, o que pode provocar erros graves no futuro. Por outro lado pode favorecer a ocorrência de situações de comportamento estratégico perverso, que podem resultar do conhecimento prévio do resultado do jogo ("End Games"), quando da passagem de um regime para o outro (Fратиanni, Von Hagen e Waller, 1992: 27).

Em termos genéricos esta solução parece constituir uma abordagem mais aceitável, no sentido de conduzir à UEM. No entanto apresenta certos problemas, em particular os relacionados com os "End Games" (ver o exemplo apresentado no caso da unificação Alemã⁷⁷ apresentado em II.3.4.). Por outro lado, o seu carácter radical pode levantar alguns problemas (em especial o da exequibilidade em termos políticos), o que

⁷⁷ Sobre a unificação monetária da Alemanha ver, por exemplo, De Grauwe(1992b) e Sidiropoulos (1992).

conduz à necessidade de considerar outras alternativas menos radicais.

III.3. O "hard ECU"

Uma estratégia alternativa, adoptando a ideia da moeda paralela, formalmente apresentada pelo governo do Reino Unido em 1990, é a chamada abordagem do "hard ECU" (Fratianni, Von Hagen e Waller, 1992: 28; De Grauwe, 1992a: 144).

Surgindo como uma variante à proposta que combina uma estratégia gradual com taxas de câmbio flexíveis (já apresentada atrás), baseia-se na seguinte ideia: se adoptarmos uma moeda europeia suficientemente atractiva então a prazo esta passará a ser utilizada pelos agentes económicos em geral, expulsando as moedas nacionais (tornadas menos atractivas em relação à nova moeda europeia) do mercado (De Grauwe, 1992a: 144).

Mais concretamente, a segunda proposta do Reino Unido (já que uma primeira tinha sido formulada em 1989⁷⁸) baseia-se na ideia de que o "hard ECU" deve ser criado mantendo-se idêntico em tudo ao ECU excepto num elemento: o "hard ECU" apresenta uma característica adicional, o não lhe ser permitido depreciar-se contra qualquer moeda nacional quando da ocorrência de um realinhamento. A proposta contempla ainda a necessidade de, ao contrário do ECU existente, a nova unidade monetária ser

⁷⁸ A primeira proposta do Reino Unido alternativa ao relatório Delors foi feita em 1989 e colocou a ênfase na competição entre políticas monetárias. Dá especial relevo a uma abordagem pelo mercado em contraste com a abordagem institucional proposta no relatório Delors.

utilizada pelas instituições oficiais. É mesmo considerada a necessidade de criar uma nova instituição que terá como funções a gestão do "hard ECU" e a concretização de uma política monetária comum. A forma como os mercados encararem esta nova unidade monetária e portanto o seu sucesso constitui o factor determinante sobre se se deve avançar para uma moeda comum ou não.

Esta proposta apresenta dois aspectos que fazem dela um cenário com um certo grau de atractividade (De Grauwe, 1992a):

- a) o facto da velocidade de transição para a UEM ser determinada pela livre escolha dos agentes económicos;
- b) a competição induzida pela nova moeda Europeia poder reflectir-se no comportamento das autoridades monetárias que, para evitarem que a sua moeda seja expulsa do mercado, devem levar a cabo políticas monetárias mais cuidadosas, aspecto que terá efeitos positivos na taxa de inflação.

A sua avaliação em relação aos critérios permite afirmar que a flexibilidade é superior à estratégia preconizada pelo Tratado de Maastricht. No entanto, os inúmeros problemas relacionados com a substituição entre moedas levanta sérias dúvidas em relação à sua viabilidade, ou seja, é necessário determinar qual a importância da cláusula de não desvalorização para o sucesso da nova unidade monetária enquanto moeda paralela.

A cláusula de não desvalorização tem como principal objectivo aumentar a atractividade do "hard ECU" através do reforço de

uma das funções da moeda, a função de reserva de valor. O que interessa saber é se esta garantia referente ao poder de compra da moeda é suficiente para tornar a nova unidade monetária numa moeda paralela com sucesso. Para tal é necessário determinar se este incentivo é suficiente para levar à substituição gradual das moedas nacionais pela moeda paralela.

Em relação aos depósitos e às aplicações remuneradas à taxa de mercado, o incentivo deverá ter pouco impacto, na medida em que num mercado financeiro eficiente as expectativas de depreciação das moedas reflectem-se nas taxas de juro de mercado, isto é, as aplicações numa moeda mais fraca (com expectativas de depreciação) são remuneradas a uma taxa de juro superior, por forma a compensar a depreciação esperada.

Assim sendo, a garantia referente ao poder de compra da moeda não tem mais que um papel marginal, pelo que a substituição entre moedas nacionais e a moeda paralela, neste caso, é praticamente inexistente.

No entanto, o mesmo já não se verifica em relação a instrumentos financeiros não remunerados ou em relação à circulação monetária. A expectativa de depreciação de uma moeda nacional em relação à moeda paralela deverá desincentivar a utilização de activos financeiros não remunerados nessa unidade monetária e a utilização dessa moeda como circulação monetária. No entanto também em relação a esta componente é necessário ter presente que a adopção de uma

moeda paralela envolve a necessidade de converter as moedas nacionais no "hard ECU" e vice versa, o que comporta custos de transacção pelo que, para que se verifique uma efectiva substituição, é necessário que os custos de transacção daí resultantes não superem os benefícios inerentes à maior estabilidade em termos de poder de compra da unidade monetária paralela.

A diferença entre as taxas de câmbio de compra e venda

	B	Di	A	GR	E	F	IRL	I	H	P	RU
B	X	8.6	5.0	4.1	3.8	6.7	4.8	1.7	5.8	2.8	6.7
Di	4.1	X	7.3	4.1	3.8	8.3	5.5	1.9	11.0	1.6	1.6
A	4.6	1.9	X	4.1	3.8	6.4	5.5	1.8	3.6	1.3	6.2
GR	25.0	15.3	48.2	X	5.6	19.7	6.9	2.1	23.1	-	9.9
E	5.3	6.9	8.1	4.1	X	10.7	5.5	2.0	15.4	2.4	6.9
F	5.3	4.7	6.4	4.1	3.8	X	5.4	1.9	9.5	1.6	6.4
IRL	4.4	4.5	6.6	4.1	3.8	-	X	1.9	10.7	1.6	6.7
I	5.0	11.1	7.7	4.1	3.8	11.4	6.1	X	14.0	6.2	6.4
H	4.9	2.4	2.6	4.1	3.8	6.5	5.5	1.9	X	1.4	6.5
P	22.8	14.5	30.0	4.1	5.7	19.2	6.8	1.9	21.7	X	6.7
RU	5.0	3.3	6.3	4.1	3.8	8.3	3.0	1.7	10.0	1.6	X

Fonte : Commission des Communautés Européennes (1990)

Quadro 11

Os custos de transacção associados à conversão de uma moeda noutra podem ser estimados com base nas diferenças entre as taxas de câmbio de compra e venda ("spread"). Considere-se o quadro 11. Como se pode constatar, a diferença entre as taxas

de câmbio de compra e venda ("spread") raramente é inferior a 3-5%. Pelo que se pode concluir que os custos são significativos.

Para que a cláusula de não desvalorização seja capaz de induzir uma preferência pelo "hard ECU" é necessário que as vantagens sejam elevadas por forma a superarem os custos, pelo que apenas num contexto de elevadas expectativas de depreciação de uma moeda nacional em relação à moeda paralela será de esperar que ocorra uma tendência de substituição significativa. Considere-se, por exemplo, a simulação apresentada por Gros e Thygesen (1992). Como as alterações das taxas de câmbio se reflectem nos diferenciais das taxas de juro, vai-se considerar esses diferenciais afim de estimar os benefícios da cláusula de não desvalorização associada ao "hard ECU". No presente, a Alemanha apresenta as taxas de juro mais baixas da União Europeia, o que indica que as expectativas são no sentido do Marco se apreciar em relação a todas as outras moedas. A adopção de uma moeda paralela implica que esta deve competir directamente com o Marco. Será mais forte que o Marco (apresentará taxas de juro inferiores) se os agentes esperarem que o Marco se desvalorize em realinhamentos futuros. Considere-se o seguinte pressuposto extremo (dada a estabilidade do Marco): em dez anos o Marco desvaloriza-se 10% em relação a outra moeda do SME. Mesmo neste caso extremo para o Marco, o benefício para a moeda paralela em termos de taxa de juro será mínimo. Segundo Gros e Thygesen (1992: 340) se a taxa de juro do Marco for inicialmente de 8% esta passará para 7,9% apenas

proporcionando portanto um ganho de 0,1% em termos de taxa de juro para o "hard ECU", isto é, a garantia de não desvalorização apenas pode proporcionar ganhos marginais que não são certamente suficientes para compensar os custos de transacção.

Em relação a outros activos financeiros não remunerados para além das notas é de admitir que os custos de transacção sejam significativamente inferiores, principalmente quando as quantias envolvidas são elevadas. Face a esta ideia, é de esperar que, neste caso, os benefícios superem mais facilmente os custos, ocorrendo desse modo um maior grau de substituição das moedas nacionais por "hard ECU". No entanto apenas alguns grupos económicos de grande dimensão deverão movimentar quantias suficientemente elevadas para beneficiar com a substituição.

Em suma, apenas a existência de grandes vantagens associadas à garantia de não desvalorização é que devem conduzir a uma substituição significativa. Para existirem grandes benefícios é necessário que as expectativas de depreciação sejam elevadas e que ocorram realinhamentos significativos. Num contexto de sucesso por parte da proposta explicitada pelo Tratado de Maastricht este cenário está excluído pelo reforço da convergência em termos nominais e aumento da estabilidade cambial.

No entanto, no contexto actual em que o SME apresenta uma banda de flutuação tão alargada, esta proposta pode ganhar

algum significado na medida em que os benefícios da estabilidade do poder de compra surgem aumentados. Mas, mesmo assim, a substituição apenas poderá ocorrer em larga escala se a instabilidade cambial se tornar significativamente superior à verificada ou se se verificar um cenário de hiperinflação em alguns Estados, cenários que sendo pouco prováveis tornam esta estratégia duvidosa em relação ao fim último, a realização da União Monetária na Europa.

III.4. A proposta de De Grauwe

A última proposta alternativa que vamos analisar é mais recente, e pertence a De Grauwe (1994). A sua proposta parte da seguinte ideia: a estratégia apresentada pelo Tratado de Maastricht só muito improvavelmente conduzirá à UEM, por isso é necessário formular uma estratégia alternativa.

Mais concretamente, ele encara o processo de convergência nominal imposto por Maastricht como um impedimento à UEM, em vez de constituir um caminho para esse objectivo.

Mas porque é que a estratégia preconizada por Maastricht não conduz à UEM?

Para responder a esta questão vamos considerar novamente os problemas das Uniões Monetárias Incompletas. Conforme foi já referido (ver ponto II.2.4.1.), numa união monetária incompleta, e portanto no SME, não é possível manter as taxas de câmbio fixas por um período suficientemente longo. De

facto, a manutenção das taxas de câmbio fixas no contexto do SME deve dar origem a problemas de credibilidade devidos à divergência entre os fundamentos (nomeadamente em relação às taxas de inflação), que a prazo conduzem à insustentabilidade do sistema. Estas questões de credibilidade devem aumentar com a proximidade da passagem à última fase do processo de unificação, devido às expectativas criadas por um possível realinhamento final.

Os conflitos de política económica, resultantes do problema da indeterminação da política monetária, também contribuem para agravar os problemas de credibilidade do arranjo cambial. Este último aspecto surge agravado pela conjuntura de crise que se viveu nos últimos anos e pelo elevado nível de desemprego daí resultante. Nível de desemprego esse que também contribui para uma quebra na credibilidade do sistema devido às diferenças nas preferências dos vários Estados (relativamente ao "trade-off" inflação-desemprego), que dão origem a potenciais conflitos em relação à melhor combinação de política económica para a União como um todo.

O problema referido é o problema fundamental, mas existem outros problemas que também contribuem para responder a questão, a saber:

- a) a falta de credibilidade em relação ao arranjo cambial tem um impacto negativo nas taxas de juro, mantendo-se as divergências em relação a esta variável;
- b) conforme já analisámos, os problemas de reputação das autoridades monetárias constituem um elemento de peso,

capaz de invalidar a convergência entre taxas de inflação, pelo que é pouco provável que todos os países cumpram o critério no que diz respeito às taxas de inflação, conforme ele se encontra especificado no Tratado de União de Maastricht.

Em suma, os três critérios nominais impostos pelo Tratado são peculiares na medida em que não se percebe porquê a necessidade de impôr este grau de convergência durante o processo de transição, com todas as dificuldades e custos que isso acarreta, se após a mudança de regime (construção da União Monetária) este mesmo grau de convergência pode ser conseguido sem custos de maior. Assim, após uma reforma do sistema, não faz muito sentido dar um grande relevo à situação antes da reforma, na medida em que surgem instituições novas com uma credibilidade e imagem completamente diferentes, ou seja, o todo será diferente das partes que o constituem. Portanto o processo de transição e o seu elevado grau de exigência em termos de convergência nominal deve ser encarado de forma mais flexível. O arranjo vigente do SME pode mesmo ser encarado como um facto que facilita a concretização da UEM (De Grauwe, 1994).

Mas também em relação aos critérios referentes às finanças públicas é possível apontar inúmeras falhas (ver o ponto II.2.3.). Mais ainda, é possível concluir, através de simulações, que para certos países o cumprimento destes critérios seria algo que teria consequências impossíveis de admitir (ver ponto II.2.3.2.11.).

Concluindo, os critérios de Maastricht parecem ter sido estabelecidos mais para impedir a União Monetária do que para facilitar a sua construção. Tal facto é suficiente para pôr em questão a estratégia de construção proposta pelo Tratado e questionar se esta conduz de facto à UEM, ou se pelo contrário dificulta a sua realização.

À luz destes aspectos, De Grauwe (1994) formaliza uma proposta alternativa. Proposta essa que assenta em três aspectos específicos:

- a) a anulação dos critérios de convergência enquanto factores de eliminação;
- b) a irradicação do período de transição;
- c) a adopção do princípio de livre escolha, segundo o qual cada país adere quando se sentir preparado, não existindo qualquer indicação sobre a necessidade de ser definida uma determinada data para todos aderirem.

Esta abordagem, no entanto, não é isenta de problemas, nomeadamente a possibilidade de se verificar uma selecção adversa em relação aos países que escolhem aderir. Este problema pode ser ilustrado através do recurso a um modelo do tipo Barro-Gordon como aquele que já apresentámos em outro capítulo (Ver ponto I.2.2.1.).

Consideremos então o modelo referido e tomemos por hipótese a existência de três países: o país A, B e C. O grau de

preferência pela estabilidade dos preços diminui de A para C (as curvas de indiferença vêm a sua inclinação aumentar de A para C). As curvas de Phillips de curto e longo prazo (determinadas exclusivamente pelo nível da taxa de desemprego natural) são idênticas. As taxas de inflação que asseguram um equilíbrio consistente em termos temporais em cada um dos países são dadas pela intersecção das curvas de indiferença com a curva de Phillips de curto prazo ao nível da taxa de desemprego natural, conforme assinalado na figura 5. A união monetária apresenta uma taxa de inflação comum, que é determinada pelas características dos Estados que avançarem para a união.

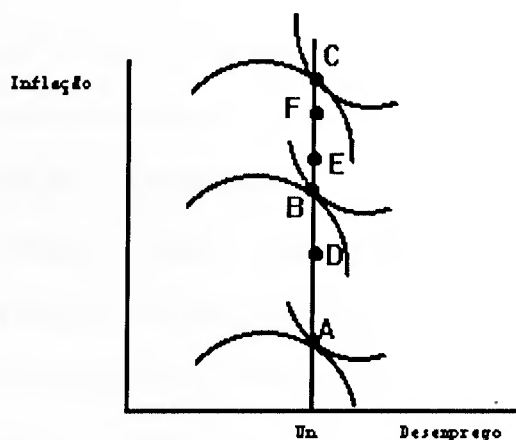


Figura 5

Temos então três possibilidades (De Grauwe, 1994: 172):

- os países A e B formam uma união, neste caso a taxa de inflação da união será dada por exemplo pelo ponto D;
- os países A, B e C formam uma união, então teremos uma taxa de inflação que poderá ser a representada pelo ponto E;

- os países B e C formam uma união, a taxa comum poderá ser nesse caso a representada pelo ponto F.

A estratégia de transição inerente ao Tratado de Maastricht, neste modelo terá como consequência a exclusão dos países com as taxas de inflação superior (o país C). Pelo contrário, a estratégia aqui em análise exclui da união o país mais exigente em termos de inflação (o país A), que não tem qualquer vantagem em avançar para uma união em que tem de suportar uma taxa de inflação superior aquela que consegue atingir se permanecer fora da união. É neste sentido que nos referimos à selecção adversa.

Uma solução para este problema consiste na definição prévia dos aspectos institucionais relacionados com as autoridades monetárias europeias, independentemente dos Estados que venham a aderir à União. Mais concretamente, as autoridades monetárias da futura União Monetária devem ser constituídas por forma a apresentarem-se tão credíveis em termos de combate à inflação quanto o são as autoridades do país que mais sucesso tem no controle da inflação, a Alemanha. Se tivermos em consideração que o Tratado de Maastricht define, de forma clara, um SEBC tão ou mesmo mais independente do que o Bundesbank, então podemos concluir que estão estabelecidas as condições necessárias para implementar a solução proposta por De Grauwe (1994). Mas uma coisa são os aspectos institucionais e outra é a prática dessas instituições. A definição clara e objectiva dos estatutos e prioridades do SEBC do ponto de vista institucional não constitui uma garantia de que no

futuro não surjam conflitos de política, que tornem a política monetária do SEBC imprevisível e sem qualquer ligação com os princípios fundamentais que presidem à criação desta instituição (De Grauwe, 1994 : 172).

Considere-se o modelo de Bayoumi (1994) e as conclusões apresentadas em I.4. Podemos constatar que um dos aspectos interessantes deste modelo é que apresenta a possibilidade de um país cuja escolha ideal é a de permanecer fora de uma união (consideremos por exemplo, o caso referido atrás onde o país A têm um incentivo para permanecer de fora da união e assim manter uma taxa de inflação inferior), poder alterar a sua escolha (sendo incentivado a aderir), pelo simples facto de outros países tencionarem formar uma união.

Aplicando este resultado à estratégia de De Grauwe (1994), com vista à realização da UEM, podemos vislumbrar um mecanismo que permite pensar na ausência de selecção adversa, mesmo que algum país (nomeadamente a Alemanha) considere que a escolha ideal é ficar de fora (por exemplo, por duvidar de que a UEM seja capaz de assegurar a estabilidade dos preços). A possibilidade de vários Estados avançarem para a criação da UEM independentemente da vontade da Alemanha pode (segundo o modelo atrás exposto) alterar a posição inicial da Alemanha de não aderir. Com a criação da UEM, e ainda no âmbito do modelo de Bayoumi (1994), ocorre uma redução do "output" que não estando sob o controlo dos Estados que ficam de fora (nomeadamente a Alemanha), induz perdas de bem estar que afectam também esses países. Assim sendo, a Alemanha ao ficar

de fora sujeita-se a suportar uma perda de bem estar. Essa redução de bem estar pode ser suficiente para este Estado avançar também ele para a UEM. Se assim for, a selecção adversa não tem lugar e a estratégia de De Grauwe (1994) vê o seu principal problema solucionado.

Uma avaliação da estratégia de De Grauwe (1994) em relação aos critérios adoptados permite concluir que esta não levanta problemas de credibilidade e aumenta a flexibilidade, ao suprimir o período de transição e ao permitir a liberdade de decisão por parte dos Estados em relação ao momento de adesão. Em suma constitui uma alternativa a ter em conta no processo de transição para a UEM.

III.5. Considerações finais

O acordo de Maastricht estabelece uma estratégia com vista à realização da UEM assente em três grandes princípios: o carácter gradual da transição, a necessidade dos países convergirem previamente e a obrigação de todos os países passarem em simultâneo para a terceira e última fase. No entanto, o elevado grau de exigência relativamente aos critérios de convergência, a evolução do SME e a conjuntura de crise tornam pouco provável que a estratégia em questão conduza da forma mais fácil ao objectivo definido, a UEM. Certos autores apresentam mesmo a conjectura do processo de transição imposto pelo Tratado de Maastricht funcionar no sentido de atrasar a concretização da UEM.

À luz destes aspectos pareceu-nos pertinente salientar a necessidade de explorar outras abordagens e estratégias que conduzam mais facilmente à UEM. Nesse sentido foram apresentadas várias estratégias alternativas que na conjuntura actual surgem como uma referência para um caminho alternativo ao de Maastricht, no sentido de realizar a UEM.

Procedemos ainda à avaliação dessas estratégias com base nos quatro critérios propostos por Fratianni, Von Hagen e Waller (1992: 15):

- a) a credibilidade;
- b) a flexibilidade;
- c) a construção efectiva das novas instituições;
- d) a forma como o regime monetário vigente será eliminado e o comportamento estratégico por parte dos agentes económicos.

Dessa avaliação podemos concluir que existe um leque de estratégias suficientemente amplo cuja avaliação final é positiva, em especial quando confrontadas com o cenário proposto por Maastricht.

De entre as várias estratégias referidas é de salientar a de De Grauwe (1994), que foi formulada por este autor com o objectivo de otimizar o cenário actual. Esta estratégia surge como uma alternativa viável na medida em que está adaptada à conjuntura actual e ao mesmo tempo potencia os aspectos positivos de uma estratégia radical sem levantar alguns dos problemas associados à terapia de choque.

CONCLUSÕES

As conclusões desta dissertação podem ser enquadradas nos seguintes pontos:

i) Com base na apresentação de uma síntese da teoria das zonas monetárias óptimas podemos isolar um conjunto de elementos chave que, se se verificarem em simultâneo, facilitam a construção de uma zona monetária entre vários países, a saber:

1. a mobilidade dos factores;
2. a abertura ao exterior, em particular o comércio intra-comunitário;
3. a diversificação da produção;
4. a similaridade entre taxas de inflação.

ii) Uma análise dos custos e benefícios económicos de uma união monetária em abstracto, considerando que esta é o culminar de um processo de união económica previamente concluído, não nos permite retirar conclusões inequívocas sobre se uma união monetária é em si, favorável ou não. É necessário proceder a uma avaliação de cada situação em particular.

iii) A consideração de um modelo formal sobre as zonas monetárias óptimas permite retirar conclusões interessantes, nomeadamente a de que ficar de fora de uma união monetária envolve uma perda em termos de bem estar enquanto que quem adere pode vir a obter um incremento em termos de bem estar. No entanto o carácter limitativo das hipóteses inerentes a este modelo obrigam a encarar as conclusões com prudência e não

permitem que uma análise de um modelo desta natureza substitua uma avaliação com base na enumeração e quantificação dos custos e benefícios.

iv) Uma comparação dos custos e benefícios de uma União Monetária, no caso dos doze, deixa dúvidas sobre se a União Europeia constitui uma zona monetária óptima.

v) Os critérios de convergência económica constantes do Tratado de União Económica e Monetária não são em geral fundamentáveis do ponto de vista económico.

vi) No que diz respeito à convergência entre taxas de inflação dos Estados membros, pode-se concluir que este é um critério aceitável enquanto ideia central, mas muito difícil de fundamentar, quer do ponto de vista teórico quer tendo em atenção a evidência empírica, quando se tem em consideração o grau de convergência exigido. Conjugando a dificuldade de cumprir o critério com a fraca confirmação teórica e empírica da sua validade, pode-se concluir que os custos associados a este objectivo (políticas recessivas, redução das receitas de senhoriagem nos países do sul) são um preço demasiado alto para as vantagens (de cariz incerto) inerentes ao seu cumprimento.

vii) O critério referente às taxas de juro de longo prazo é de entre todos o que têm menos razão de existir, devido aos seguintes aspectos:

- a) as autoridades monetárias não controlam a variável taxa de juro de longo prazo;

- b) a convergência deverá ocorrer após a UEM, pelo que não faz qualquer sentido impôr uma convergência prévia;
- c) a ligação entre a convergência da taxa de inflação e a convergência das taxas de juro de longo prazo explicita no texto do Tratado de União Europeia não é necessariamente verdadeira, sendo negada pela observação empírica dos diferenciais entre a Alemanha e a França. Por outro lado, a explicitação desta relação no texto do critério pode dar origem a certos comportamentos que, reflectindo um desempenho estratégico, procuram subverter a lógica dos critérios, explorando as suas falhas como um meio para facilitar o seu cumprimento.

viii) O critério de convergência referente às finanças públicas enferma de um conjunto de problemas:

- a) os aspectos referentes à origem dos valores sugerem que os critérios foram adoptados por imposição da Alemanha;
- b) não têm em consideração a sustentabilidade das políticas orçamentais;
- c) não consideram o funcionamento dos estabilizadores automáticos;
- d) tratam países distintos quanto à taxa de crescimento económico de forma idêntica;
- e) consideram a dívida pública em termos brutos, enquanto adopção da dívida pública líquida seria mais correcta;
- f) tratam-se de regras assimétricas;
- g) as externalidades inerentes à política fiscal não são à partida uma justificação sem discussão para estes

critérios podendo quanto muito justificar uma maior coordenação;

h) não procedem à eliminação do efeito da inflação no défice orçamental;

i) a redução da disciplina é um resultado de carácter incerto pelo que nos parece uma escolha menos acertada a adopção de critérios tão limitativos da liberdade em relação à política orçamental;

j) o papel das políticas orçamentais ao nível nacional enquanto instrumento de estabilização e ajustamento justifica plenamente a persistência a médio termo de défices orçamentais diferentes de um Estado para outro.

Os argumentos apresentados "supra dictum" são suficientes para podermos afirmar que não existe um fundamento consistente para o critério sobre a situação orçamental, tal como ele aparece no Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência. É possível afirmar que, com estes critérios, se abandonou o compromisso de conciliar autonomia com disciplina em favor deste último aspecto.

Para além de não ser possível fundamentar credivelmente estes critérios, estes revelam-se também demasiado exigentes.

ix) O critério respeitante aos realinhamentos exige que os Estados mantenham as suas moedas durante dois anos sem realinhamentos num sistema (uma união monetária incompleta) que, como vimos, está sujeito a um conjunto de problemas que põe em causa a sua sustentabilidade. Estes mesmos problemas parecem ter

sido confirmados pela crise que o SME tem vindo a atravessar e que culminou com a adopção de uma banda de flutuação significativamente mais ampla (15% para cima e para baixo) do que a banda de flutuação mais larga até então existente. No entanto, esta crítica é de menor importância se tivermos em consideração que o critério está desactualizado, isto é, apenas dois países participam hoje em dia na banda de flutuação de 2,25%, os restantes ou estão fora do MTC ou participam numa banda de recurso com uma amplitude de 30% (15% para cima e 15% para baixo), e ninguém hoje em dia pensa voltar à situação anterior. Pode-se portanto considerar que o abandono implícito deste critério é o resultado da sua inadequação.

X) A teoria das zonas monetárias óptimas na sua abordagem tradicional ou alternativa não parece ter influenciado em muito a estratégia de construção da UEM para a Europa proposta pelo Tratado de Maastricht. No que diz respeito a um aspecto da estratégia, os critérios de convergência económica, apenas um deles, os diferenciais entre taxas de inflação, é fundamentável do ponto de vista da teoria das zonas monetárias óptimas.

xi) O Tratado de Maastricht institucionaliza uma estratégia de construção da UEM para a Europa que revela alguns problemas, nomeadamente:

- a) o elevado grau de exigência relativamente aos critérios de convergência;
- b) a evolução do SME e a conjuntura de crise.

Problemas estes que tornam pouco provável que a estratégia em questão conduza da forma mais fácil ao objectivo definido, a UEM. Face a essa situação foram apresentadas algumas estratégias alternativas que, na conjuntura actual, surgem como uma referência para um caminho alternativo ao de Maastricht no sentido de realizar a UEM, de entre as quais se pode destacar a proposta de De Grauwe (1994), por ter sido elaborada com o fim de lidar com a nova conjuntura económica e a evolução do SME.

ANEXOS

Anexo

Artigos 3.º -A, 103.º, 104.º -C (n.ºs 1, 2, 3 e 14), 109.º -F e 109.º -J do Tratado que Institui a Comunidade Europeia

Artigo 3.º -A

1. Para alcançar os fins enunciados no artigo 2.º, a acção dos Estados-membros e da Comunidade implica, nos termos do disposto e segundo o calendário previsto no presente Tratado, a adopção de uma política económica baseada na estreita das políticas económicas dos Estados-membros, no mercado interno e na definição de objectivos comuns, e conduzida de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberta e de livre concorrência.

2. Paralelamente, nos termos do disposto e segundo o calendário e os procedimentos previstos no presente Tratado, essa acção implica a fixação irrevogável das taxas de câmbio conducentes à criação de uma moeda única, o ECU, e a definição e condução de uma política monetária e de uma política cambial únicas, cujo objectivo primordial é a manutenção da estabilidade dos preços e, sem prejuízo desse objectivo, o apoio às políticas económicas gerais na Comunidade, de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência.

3. Essa acção dos Estados-membros e da Comunidade implica a observância dos seguintes princípios orientadores: preços estáveis, finanças públicas e condições monetárias sólidas e balança de pagamentos sustentável.

Artigo 103.º

1. Os Estados-membros consideram as suas políticas económicas uma questão de interesse comum e coordena-las-ão no Conselho, de acordo com o disposto no artigo 102.º -A.

2. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, elabora um projecto de orientações gerais das políticas económicas dos Estados membros e da



Comunidade e apresentará um relatório ao Conselho Europeu com as suas conclusões.

O Conselho Europeu, deliberando com base no relatório do Conselho, discutirá uma conclusão sobre as orientações gerais das políticas económicas dos Estados-membros e da Comunidade.

Com base nessa conclusão, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, aprovará uma recomendação que estabeleça essas orientações gerais. O Conselho informará o Parlamento Europeu da sua recomendação.

3. A fim de garantir uma coordenação mais estreita das políticas económicas e uma convergência sustentada dos comportamentos das economias dos Estados-membros, o Conselho, com base em relatórios apresentados pela Comissão, acompanhará a evolução económica em cada Estado-membro e na Comunidade e verificará a compatibilidade das políticas económicas com as orientações gerais a que se refere o n.º 2, procedendo regularmente a uma avaliação global da situação.

Para efeitos desta supervisão multilateral, os Estados-membros enviarão informações à Comissão acerca das medidas importantes por eles tomadas no domínio das suas políticas económicas e quaisquer outras informações que considerem necessárias.

4. Sempre que se verificar, no âmbito do procedimento a que se refere o n.º 3, que as políticas económicas de determinado Estado-membro não são compatíveis com as grandes orientações a que se refere o n.º 2 ou que não são susceptíveis de comprometer o bom funcionamento da União Económica e Monetária, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, pode dirigir as recomendações necessárias ao Estado-membro em causa. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão, pode decidir tornar públicas as suas recomendações.

O Presidente do Conselho e a Comissão apresentarão um relatório ao Parlamento Europeu sobre os resultados da supervisão multilateral. O Presidente do Conselho pode ser convidado a comparecer perante a competente comissão do Parlamento Europeu, se o Conselho tiver tornado públicas as suas recomendações.

5. O Conselho, deliberando de acordo com o procedimento previsto no artigo 189.º -C, pode aprovar as regras do procedimento de supervisão multilateral a que se referem os n.ºs 3 e 4 do presente artigo.

Artigo 104.º -C (n.ºs 1,2,3 e 14)

1. Os Estados-membros devem evitar défices orçamentais excessivos.

2. A Comissão acompanhará a evolução da situação orçamental e do montante da dívida pública nos Estados-membros, a fim de identificar desvios importantes. Examinará, em especial, o cumprimento da disciplina orçamental com base nos dois critérios seguintes:

a) Se a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto:

- se essa relação tiver baixado de forma substancial e contínua e tiver atingido um nível que se aproxime do valor de referência;

- ou, em alternativa, se o excesso em relação ao valor de referência for meramente excepcional e temporário e se aquela relação continuar perto do valor de referência;

b) Se a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto se essa relação se encontrar em diminuição significativa e se estiver a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência.

Os valores de referência encontram-se especificados no Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de défice excessivo, anexo ao presente Tratado.

3. Se um Estado-membro não cumprir os requisitos constantes de um ou de ambos estes critérios, a Comissão preparará um relatório. O relatório da Comissão analisará igualmente se o défice orçamental excede as despesas públicas de investimento e tomará em consideração todos os outros factores pertinentes, incluindo a situação económica e orçamental a médio prazo desse Estado-membro.

A comissão pode ainda preparar um relatório se, apesar dos requisitos estarem a ser preenchidos de acordo com os

critérios enunciados, for de opinião de que existe um risco de déficit excessivo em determinado Estado-membro.

.....
.....
14. O Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de déficit excessivo, anexo ao presente Tratado, contém outras disposições relacionadas com a aplicação do procedimento descrito no presente artigo.

O Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão, e após consulta do Parlamento Europeu e do BCE, aprovará as disposições apropriadas, que substituirão o referido Protocolo.

Sem prejuízo das demais disposições do presente número, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão, e após consulta do Parlamento Europeu, estabelecerá, até 1 de Janeiro de 1994, regras e definições para a aplicação das disposições do citado Protocolo.

Artigo 109.º -F

1. No início da segunda fase, é instituído e entra em funções um Instituto Monetário Europeu, a seguir designado por "IME", que tem personalidade jurídica e é dirigido e gerido por um Conselho, composto por um Presidente e pelos governadores dos bancos centrais nacionais, um dos quais será Vice-Presidente. O Presidente é nomeado, de comum acordo, pelos governos dos Estados-membros a nível de Chefes de Estado ou de Governo, sob recomendação do Comité de Governadores dos bancos centrais dos Estados-membros, a seguir designado por "Comité de Governadores", ou do Conselho do IME, conforme o caso, e após consulta do Parlamento Europeu e do Conselho. O Presidente é escolhido de entre personalidades de reconhecida competência e com experiência profissional nos domínios monetário ou bancário. Só pode ser Presidente do IME um nacional dos Estados-membros. O Conselho do IME designa o Vice-Presidente. Os Estatutos do IME constam de um Protocolo anexo ao presente Tratado.

O Comité de Governadores é dissolvido no início da segunda fase.

2. O IME deve:

- reforçar a cooperação entre os bancos centrais nacionais;
- reforçar a coordenação das políticas monetárias dos Estados-membros com o objectivo de garantir a estabilidade dos preços;

- supervisionar o funcionamento do Sistema Monetário Europeu;
- proceder a consultas sobre questões da competência dos bancos centrais nacionais, que afectem a estabilidade das instituições e mercados financeiros;

- assumir as atribuições do Fundo Europeu e de Cooperação Monetária, que é dissolvido; as modalidades de dissolução constam dos estatutos do IME;

- promover a utilização do ECU e supervisionar a sua evolução, incluindo o bom funcionamento do respectivo sistema de compensação.

3. Para a preparação da terceira fase, o IME deve:

- preparar os instrumentos e procedimentos necessários para a execução de uma política monetária única na terceira fase;

- promover, sempre que necessário, a harmonização das normas e práticas que regulam a recolha, organização e divulgação de estatísticas no domínio das suas atribuições;

- preparar as normas para as operações a realizar pelos bancos centrais nacionais no quadro do SEBC;

- promover a eficácia dos pagamentos transnacionais;

- supervisionar a preparação técnica das notas de banco denominadas em ECU.

O mais tardar até 31 de Dezembro de 1996, o IME definirá o quadro administrativo, organizativo e logístico necessário para que o SEBC desempenhe as suas atribuições na terceira fase. Esse quadro será submetido a decisão do BCE, aquando da sua instituição.

4. O IME, deliberando por maioria de dois terços dos membros do respectivo Conselho, pode:

- formular pareceres ou recomendações sobre a orientação global das políticas monetária e cambial, bem como sobre as medidas a elas relativas adoptadas em cada Estado-membro;

- apresentar pareceres ou recomendações aos governos e ao Conselho sobre políticas que possam afectar a situação monetária interna ou externa na Comunidade e, em especial, o funcionamento do Sistema Monetário Europeu;

- formular recomendações às autoridades monetárias dos Estados-membros sobre a condução das respectivas políticas monetárias.

5. O IME, deliberando por unanimidade, pode decidir tornar públicos os seus pareceres e recomendações.

6. O IME será consultado pelo Conselho sobre qualquer proposta de acto comunitário no domínio das suas atribuições.

Nos limites e condições fixados pelo Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão e após consulta, conforme o caso, do Parlamento Europeu e do IME, este será consultado pelas autoridades dos Estados-membros sobre qualquer projecto de disposição legal no domínio das suas atribuições.

7. O Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão e após consulta do Parlamento Europeu e do IME, pode conferir ao IME outras atribuições relacionadas com a preparação da terceira fase.

8. Sempre que o presente Tratado atribua um papel consultivo ao BCE, as referências ao BCE devem ser entendidas, antes da instituição do BCE, como referências ao IME.

Sempre que o presente Tratado atribua um papel consultivo ao IME, as referências ao IME devem ser entendidas, até 1 de Janeiro de 1994, como referências ao Comité de Governadores:

9. Durante a segunda fase, a sigla "BCE" deve ser utilizada nos artigos 173.º, 175.º, 176.º, 177.º, 180.º e 215.º deve ser entendida como uma referência ao IME.

1. A Comissão e o IME apresentarão relatórios ao Conselho sobre os progressos alcançados pelos Estados-membros no cumprimento das suas obrigações relativas à realização da União Económica e Monetária. Esses relatórios devem conter um estudo da compatibilidade da legislação nacional de cada Estado-membro, incluindo os estatutos do seu banco central nacional, com o disposto nos artigos 107.º e 108.º do presente Tratado e nos Estatutos do SEBC. Os relatórios analisarão igualmente a realização de um elevado grau de convergência sustentada, com base na observância, por cada Estado-membro, dos seguintes critérios:

- a realização de um elevado grau de estabilidade dos preços, que será expresso por uma taxa de inflação que esteja próxima da taxa, no máximo, dos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços;
- a sustentabilidade das suas finanças públicas, que será traduzida pelo facto de ter alcançado uma situação orçamental sem défice excessivo, determinado nos termos do nº 6 do artigo 104.º -C;
- a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no mecanismo das taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro;
- o carácter duradouro da convergência alcançada pelo Estado-membro e da sua participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu deve igualmente reflectir-se nos níveis das taxas de juro a longo prazo.

Os quatro critérios a que se refere o presente número e os respectivos períodos durante os quais devem ser respeitados vêm desenvolvidos num Protocolo anexo ao presente Tratado. Os relatórios da Comissão e do IME devem ter, de igual modo, em conta o desenvolvimento do ECU, os resultados da integração dos mercados, o nível e a evolução da balança de transacções

correntes e a análise da evolução dos custos unitários de trabalho e de outros índices de preços.

2. Com base nestes relatórios, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, avaliará:

- relativamente a cada Estado-membro, se preenche as condições necessárias para a adopção de uma moeda única;
- se a maioria dos Estados-membros preenche as condições necessárias para a adopção de uma moeda única,

e transmitirá, sob a forma de recomendação, as suas conclusões ao Conselho, reunido a nível dos Chefes de Estado ou de Governo. O Parlamento Europeu será consultado e transmitirá o seu parecer ao Conselho, reunido a nível dos Chefes de Estado ou de Governo.

3. Tendo em devida conta os relatórios a que se refere o nº 1 e o parecer do Parlamento Europeu a que se refere o nº 2, o Conselho, reunido a nível dos Chefes de Estado ou de Governo, deliberando por maioria qualificada, o mais tardar até 31 de Dezembro de 1996:

- decidirá, com base nas recomendações do Conselho a que se refere o nº 2, se a maioria dos Estados-membros satisfaz as condições necessárias para a adopção de uma moeda única;
- decidirá se é conveniente que a Comunidade passe para a terceira fase,

e, em caso afirmativo,

- fixará a data para o início da terceira fase.

4. Se, no final de 1997, não tiver sido fixada a data para o início da terceira fase, esta tem início em 1 de Janeiro de 1999. Até 1 de Julho de 1998, o Conselho, reunido a nível dos Chefes de Estado ou de Governo, e depois de repetido o procedimento previsto nos nºs 1 e 2, com excepção do segundo travessão do nº 2, tendo em conta os relatórios a que se refere o nº 1 e o parecer do Parlamento Europeu, e deliberando por maioria qualificada, com base nas recomendações do Conselho a que se refere o nº 2, confirmará quais os Estados-membros que satisfazem as condições necessárias para a adopção de uma moeda única.

Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos

AS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEJANDO fixar as modalidades do procedimento relativo aos défices excessivos a que se refere o artigo 104.º -C do Tratado que institui a Comunidade Europeia,

ACORDAM nas disposições seguintes, que vêm anexas ao presente Tratado:

ARTIGO 1.º

Os valores de referência a que se refere o n.º 2 do artigo 104.º -C do presente Tratado são:

- 3% para a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto a preços de mercado;
- 60% para a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto a preços de mercado.

ARTIGO 2.º

No artigo 104.º -C do presente Tratado e no presente Protocolo, entende-se por:

- orçamental: o que diz respeito ao governo em geral, ou seja, ao governo central, o governo regional ou local e os fundos de segurança social, com exclusão das operações comerciais tal como definidas no Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas;
- défice: os empréstimos líquidos contraídos, tal como definidos no Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas;
- investimento: a formação bruta de capital fixo, tal como definida no Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas;
- dívida: a dívida global bruta, em valor nominal, existente no final de cada exercício, e consolidada pelos diferentes sectores do governo em geral, tal como definido no primeiro travessão.

ARTIGO 3.º

A fim de garantir a eficácia do procedimento relativo aos défices excessivos, os governos dos Estados-membros serão responsáveis, nos termos desse procedimento, pelos défices do governo em geral, tal como definido no primeiro travessão do artigo 2.º. Os Estados-membros certificar-se-ão de que os procedimentos nacionais na área orçamental lhes permitem cumprir as suas obrigações nesse domínio decorrentes do presente Tratado. Os Estados-membros devem, pronta e regularmente, apresentar à Comissão informações sobre os seus défices programados e verificados e os níveis da sua dívida.

ARTIGO 4.º

Os dados estatísticos a utilizar para a aplicação do presente Protocolo serão fornecidos pela Comissão.

**Protocolo relativo aos critérios de convergência a que se
refere o artigo 109.º -J do Tratado que institui a Comunidade
Europeia**

AS ALTAS PARTES CONTRATANTES,

DESEJANDO fixar as modalidades dos critérios de convergência por que se rege a Comunidade na tomada de decisão sobre a passagem para a terceira fase da União Económica e Monetária a que se refere o n.º 1 o artigo 109.º -C do presente Tratado, ACORDAM nas disposições seguintes, que vêm anexas ao presente Tratado:

ARTIGO 1.º

Por critério de estabilidade dos preços, a que se refere o n.º 1, primeira travessão, do artigo 109.º -J do presente Tratado, entende-se que cada Estado-membro deve registar uma estabilidade dos preços sustentável e, no ano que antecede a análise, uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1,5% a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. A inflação será calculada com base no índice de preços no consumidor (IPC) numa base comparável, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.

ARTIGO 2.º

Por critério de situação orçamental, a que se refere o n.º 1, segundo travessão, do artigo 109.º -J do presente Tratado, entende-se que, aquando da análise, o Estado-membro em causa não é objecto de uma decisão do Conselho ao abrigo do disposto no n.º 6 do artigo 104.º -C do presente Tratado que declare verificada a existência de um défice excessivo nesse Estado-membro.

ARTIGO 3.º

Por critério de participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, a que se refere o n.º 1, terceiro travessão, do artigo 109.º -J do presente Tratado, entende-se que cada Estado-membro respeitou as margens de flutuação normais previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem tensões graves durante pelo menos os últimos dois anos anteriores à análise, e nomeadamente não desvalorizou por iniciativa própria a taxa de câmbio central bilateral da sua moeda em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro durante o mesmo período.

ARTIGO 4.º

Por critério de convergência das taxas de juro, a que se refere o n.º 1, quarto travessão, do artigo 109.º -J do presente Tratado, entende-se que, durante o ano que antecede a análise, cada Estado-membro deve ter registado uma taxa de juro nominal média a longo prazo que não exceda em mais de 2% a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. As taxas de juro serão calculadas com base em obrigações do Estado a longo prazo ou outros títulos semelhantes, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.

ARTIGO 5.º

Os dados estatísticos a utilizar para a aplicação do presente protocolo serão fornecidos pela Comissão.

ARTIGO 6.º

O Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão e após consulta do Parlamento Europeu, do IME ou do BCE conforme o caso, e do Comité a que se refere o artigo 109.º -C, aprovará as disposições necessárias à definição pormenorizada dos critérios de convergência a que se refere o

artigo 109.º -J do presente Tratado, que passarão nessa ocasião a substituir o presente protocolo.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- Anderton, Robert; Barrell, Ray e Veld, Jan Willem (1992), "Macroeconomic Convergence in Europe: Achievements and Prospects" in Ray Barrell (Ed.), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, SAGE Publications.
- Anderton, Robert; Barrell, Ray e McHugh, James (1992), "Nominal Convergence in European Wage Behavior: Achievements and Explanations" in Ray Barrell (Ed.), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, SAGE Publications.
- Artis, Michael J. e Gazioglu, S. (1990), "Modelling Assymetric Exchange Rate Unions: a Stylized Model of the EMS" in A. S. Courakis e M. P. Taylor (Eds.), Private Behaviour and Government Policy in Interdependent Economies, Oxford University Press.
- Artis, Michael J. e Taylor, Mark P. (1988), "Exchange Rates, Interest Rates, Capital Controls and the European Monetary System: Assessing the Track Record" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.
- Baldwin, Richard E. (1991), "On the Microeconomics of the European Monetary Union" in Commission of the European Communities, The Economics of EMU - Background Studies for European Economy N° 44 "One Market, One Money", European Economy, Special Edition N° 1.
- Barata, José Martins (1993), Moeda e Mercados Financeiros, Edição de autor, Lisboa.
- Barrell, Ray (1992), "Prospects for Monetary Union in Europe" in Ray Barrell (Ed.), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, SAGE Publications.

- Barro, Robert J. e Gordon, David B. (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, 12, pp. 101-121.

- Bayoumi, Tamim (1992), "The Effect of the ERM on Participating Economies", I.M.F. Staff Papers, Vol. 39, N° 2, pp. 330-355.

- Bayoumi, Tamim (1994), "A Formal Model of Optimum Currency Areas", CEPR Discussion Paper, N° 968.

- Bayoumi, Tamim e Eichengreen, Barry (1993), "Shocking Aspects of European Monetary Integration" in Francisco Torres e Francesco Giovazzi (Eds.), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press.

- Begg, Iain e Mayes, David (1992), "Cohesion as a Precondition for Monetary Union in Europe" in Ray Barrell (Ed.), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, SAGE Publications.

- Blanchard, Olivier J. (1984), "Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity", European Economic Review, Vol. 25, pp. 7-27.

- Blanchard, Olivier J. , Chouraqui, Jean-Claude, Hagemann, Robert P. e Sartor, Nicola (1990), "La Soutenabilité de la Politique Budgétaire: Nouvelles Réponses a une Question Ancienne", Révue Économique de l'OCDE, N° 15, pp. 7-38.

- Bohn, Henning (1991), "Time Consistency of Monetary Policy in the Open Economy", Journal of International Economics, 30, pp. 249-266.

- Buiter, Willem H. (1992), "Should We Worry About the Fiscal Numerology of Maastricht?", CEPR Discussion Paper, N° 668.

- Buiter, Willem H. e Kletzer, Kenneth M. (1990), "Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency", CEPR Discussion Paper, N° 418.

- Buiter, Willem H., Corsetti, Giancarlo e Roubini, Nouriel (1992), "'Excessive Deficits': Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", CEPR Discussion Paper, N° 750.

- Calvo, Guillermo A. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", Econometrica, Vol. 46, N° 6, pp. 1411-1428.

- Calvo, Guillermo A. (1985), "Macroeconomic Implications of the Government Budget - Some Basic Considerations", Journal of Monetary Economics, 15, pp. 95-112.

- Cavaco, Aníbal A.S. e Neves, João L.C. (1992), Finanças Públicas e Política Macroeconómica, 2ª Edição, Universidade Nova de Lisboa.

- Cohen, Daniel e Wyplosz, Charles (1989), "The European Monetary Union: an Agnostic Evaluation" in Ralph C. Bryant, David A. Currie, Jacob A. Frenkel, Paul R. Masson e Richard Portes (Eds.), Macroeconomic Policies in a Interdependent World, I.M.F.

- Collins, Susan M. (1988), "Inflation and the European Monetary System" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.

- Comissão das Comunidades Europeias - Direction Générale des Affaires Économiques et Financières (1990), "Marché Unique, Monnaie Unique - Une Evaluation des Avantages et des Coûts Potentiels de la Création d'une Union Economique et Monétaire", Economie Européenne, N° 44.

- Comission of the European Communities (1993), "The Economic and Financial Situation in Italy", European Economy, N° 1.
- Corden, W. M. (1972), Monetary Integration, Essays in International Finance, N° 93, Princeton.
- Currie, David (1992), "European Monetary Union: Institutional Structure and Economic Performance", The Economic Journal, Vol. 102, pp. 248-264.
- De Cecco, Marcello e Giovannini, Alberto (Eds.) (1989), A European Central Bank? - Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS, Cambridge University Press, Nova Yorque.
- De Grauwe, Paul (1992), "Inflation Convergence During the Transition to EMU", CEPR Discussion Paper, N° 658.
- De Grauwe, Paul (1992a), The Economics of Monetary Integration, Nova Iorque, Oxford University Press.
- De Grauwe, Paul (1992b), "German Monetary Unification", European Economic Review, Vol. 36, pp. 445-453.
- De Grauwe, Paul (1994), "Towards European Monetary Union Without the EMS", Economic Policy, N° 18.
- De Grauwe, Paul e Vanhaverbeke, Wim (1991), "Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data", CEPR Discussion Paper, N° 555.
- Dornbusch, Rudiger (1989), "Ireland's Disinflation", Economic Policy, pp. 174-209.
- Dow, J.C.R. e Saville, I.D. (1990), A Critique of Monetary Policy - Theory and British Experience, Oxford University Press, Nova Yorque.

- Driffill, John (1988), "The Stability and Sustainability of the European Monetary System With Perfect Capital Markets" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.

- Dyker, David (Ed.) (1992), The European Economy, Longman Publishing, Nova Iorque.

- Edwards, Sebastian (1993), "Exchange Rates as Nominal Anchors", Weltwirtschaftliches Archiv - Review of World Economics, 129, pp. 1-31.

- Eichengreen, Barry (1990), "Costs and Benefits of European Monetary Unification", CEPR Discussion Paper, N° 453.

- Elton, Edwin J. e Gruber, Martin J. (1991), Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 4ª Edição, John Wiley & Sons Inc., Nova Yorque.

- Fitoussi, J-P.; Atkinson, A. B.; Blanchard, O. E.; Flemming, J. S.; Malinvaud, E.; Phelps, E. S. e Solow, R. M. (1993), Competitive Disinflation - The Mark and Budgetary Politics in Europe, Oxford University Press.

- Flandreau, Marc (1993), "On the Inflationary Bias of Common Currencies - The Latin Union Puzzle", European Economic Review, Vol. 37, pp. 501-506.

- Fleming, J. Marcus (1971), "On Exchange Rate Unification", The Economic Journal, Vol. 81, pp. 467-488.

- Fratianni, Michele, Von Hagen, Jürgen e Waller, Christopher (1992), "From EMS to EMU", CEPR Discussion Paper, N° 618.

- Frenkel, Jacob A. e Goldstein, Morris (1986), "A Guide to Target Zones", IMF Staff Papers, Vol. 33, pp. 633-673.

- Frenkel, Jacob A. e Goldstein, Morris (1991), "Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union", IMF Staff Papers, Vol. 38, N° 2, pp. 356-373.

- Giavazzi, Francesco (1989), "The Exchange Rate Question in Europe" in Ralph C. Bryant, David A. Currie, Jacob A. Frenkel, Paul R. Masson e Richard Portes (Eds.), Macroeconomic Policies in a Interdependent World, IMF.

- Giavazzi, Francesco e Giovannini, Alberto (1988), "The Role of The Exchange-rate Regime in a Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.

- Giavazzi, Francesco e Pagano, Marco (1988), "The Advantage of Tying One's Hands", European Economic Review, Vol. 32, n° 5, pp. 1055-1082.

- Giovannini, Alberto (1992), "Currency Reform as the Last Stage of Economic and Monetary Union - Some Policy Questions", European Economic Review, Vol. 36, pp. 433-444.

- Goodhart, C.A.E. (1989), Money, Information and Uncertainty, 2ª edição, MacMillan.

- Gros, Daniel e Thygesen, Niels (1992), European Monetary Integration - From the European Monetary System to European Monetary Union, Longman, Londres.

- Haberler, Gottfried (1970), "The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions" in George

- Halm (Ed.), Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates, Princeton University Press, pp. 115-123.
- Hall, S. G., Robertson, D. e Wickens, M. R. (1992), "Measuring Convergence of the EC Economies", The Manchester School, Vol LX (Suplemento), pp. 99-111.
 - Harris, Laurence (1981), Monetary Theory, McGraw-Hill Book Company.
 - Haugen, Robert A. (1993), Modern Investment Theory, 3ª Edição, Prentice-Hall International Editions.
 - Ingram, James C. (1962), Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico, University of North Carolina Press.
 - Ingram, James C. (1969), "Comment: The Currency Area Problem", in Robert A. Mundell e Alexander K. Swoboda (Eds.), Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, pp. 95-100.
 - Ingram, James C. (1973), "The Case for European Monetary Integration", Essays in International Finance, Nº 98, Princeton University Press.
 - International Monetary Fund (1986), International Financial Statistics, anuário.
 - International Monetary Fund (1993), International Financial Statistics, vol. XLVI, nº3.
 - Ishiyama, Yoshihide (1975), "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey", IMF Staff Papers, Vol. XXII, Nº 2, pp. 344-383.

- Kenen, Peter B. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View" in Robert A. Mundell e Alexander Swoboda (Eds.), Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, pp. 41-60.

- Kenen, Peter B. (1985), " Macroeconomic Theory and Policy: How the Closed Economy was Opened" in Handbook of International Economics, Vol. II, Cap. 13.

- Kremers, Jeroen J. M. (1990), "Gaining Policy Credibility for a Disinflation - Ireland's Experience in the EMS", IMF Staff Pappers, Vol. 37, N° 1, pp. 116-145.

- Kreps, David M. (1990), A Course in Microeconomic Theory, Harvester Wheatsheaf.

- Krugman, Paul R. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU" in Francisco Torres e Francesco Giovazzi (Eds.), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press.

- Krugman, Paul R. (1991), "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", The Quarterly Journal of Economics, Vol. CVI, pp. 669-682.

- Langfeld, Enno (1992), "European Monetary Union: Design and Implementation" in Ray Barrell (Ed.), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, SAGE Publications.

- Larre, Bénédicte e Torres, Raymond (1991), "La Convergence est-elle Spontanée ? Expérience Comparée de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce", Revue Économique de l'OCDE, N° 16, pp. 193-223.

- Magnifico, Giovanni (1974), L'Europe par la Monnaie, Lavauzelle.

- Marston, Richard C. (1984), "Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances" in J. Bilson e R. Marston (Eds.), Exchange Rate Theory and Practice, University of Chicago Press.

- Masson, Paul R. e Melitz, Jacques (1990), "Fiscal Policy Independence in a European Monetary Union", CEPR Discussion Paper, N° 414.

- Masson, Paul R. e Taylor, Mark P. (1992), "Common Currency Areas and Currency Unions: an Analysis of the Issues", CEPR Discussion paper, N° 617.

- Masson, Paul R. e Taylor, Mark P. (1993) "Currency Unions: A Survey of the Issues" in Paul R. Masson e Mark P. Taylor (Eds.), Policy Issues in the Operation of Currency Union, Cambridge University Press.

- McDonald, Frank e Dearden, Stephen (1992), European Economic Integration, Longman Publishing, Nova Iorque.

- McKinnon, Ronald J. (1963), "Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Vol. LIII, N° 4, pp. 717-725.

- Melitz, Jacques (1988), "Monetary Discipline and Cooperation in the European Monetary System: a Synthesis" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.

- Minford, Patrick, Rastogi, Anupam e Hallett, Andrew H. (1992), "The Price of EMU Revisited", CEPR Discussion Paper, N° 656.

- Minford, Patrick (1992), "The Price of Monetary Unification" in Patrick Minford (Ed.), The Cost of Europe, Manchester University Press.

- Moore, Michael J. (1990), "Deflationary Consequences of a Hard Currency Peg", in A. S. Courakis e M. P. Taylor (Eds.), Private Behaviour and Government Policy in Interdependent Economies, Oxford University Press.

- Mundell, Robert A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Vol. LI, N° 4, pp. 657-665.

- Narassiguin, Philippe (1992), "La Problématique de la Monnaie Unique et son Application au Cas de l'Europe", Revue d'économie politique, Vol. 102, N° 6, pp.799-936.

- Neumann, Manfred J.M. (1991), "Central Bank Independence as a Prerequisite of Price Stability" in Commission of the European Communities, The Economics of EMU - Background Studies for European Economy N° 44 "One Market, One Money", European Economy, Special Edition N° 1.

- Niehans, Jürg (1984), International Monetary Economics, Philip Allan Publishers, Londres.

- Obstfeld, Maurice (1988), "Competitiveness, Realignment, and Speculation: The Role of Financial Markets" in Francesco Giovazzi, Stefano Micossi e Marcus Miller (Eds.), The European Monetary System, Cambridge University Press.

- Poloz, S. (1990), "Real Exchange Rate Adjustment Between Regions in a Common Currency Area", Bank of Canada.

- Radaelli, Giorgio (1990), "EMS Stability, Capital Controls, and Foreign Exchange Market Intervention" in A. S. Courakis

- e M. P. Taylor (Eds.), Private Behaviour and Government Policy in Interdependent Economies, Oxford University Press.
- Rapaz, Virgílio José (1992), "Choix Effectif des Régimes de Change et Intégration Monétaire", Tese para obter o grau de Doutoramento em Ciências Económicas, Université D'Orléans.
 - Rebelo, Sérgio (1994), Discussion of Paul De Grauwe's Paper "Towards European Monetary Union Without the EMS", Economic Policy, N° 18.
 - Rogoff, Kenneth (1985), "Can Exchange Rate Predictability be Achieved Without Monetary Convergence?", European Economic Review, Vol. 28, pp. 93-115.
 - Santos, A. Carlos (1992), União Europeia - Comunidade Europeia - Espaço Económico Europeu, Fim de Século Edições, Lisboa.
 - Sargent, Thomas J. (1987), Macroeconomic theory, 2ª edição, Academic Press.
 - Sheffrin, Steven M. (1991), The Making of Economy Policy, Blackwell.
 - Sidiropoulos, Moïse (1992), "Unification Allemande et Effets Macroéconomiques: Une Approche Économétrique", Economie Appliquée, Tomo XLV, N° 3, pp. 121-150.
 - Stevenson, Andrew; Muscatelli, Vitantonio e Gregory, Mary (1988), Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy, Philip Allan Publishers.
 - Stiglitz, Joseph E. (1988), Economics of the Public Sector, 2ª Edição, W.W Norton & Company.



- Tanzi, V.; Blejer, M. e Teijeiro, M. (1987), "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits", I.M.F. Staff Papers, Vol. 34.

- Tower, Edward e Willet, Thomas D. (1970), "The Concept of Optimum Currency Areas and the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rates" in George Halm (Ed.), Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers, Princeton University Press.

- Van der Ploeg, Frederick (1991), "Budgetary Aspects of Economic and Monetary Integration in Europe", CEPR Discussion Paper, N° 492.

- Varian, Hal R. (1990), Intermediate Microeconomics - a Modern Approach, 2ª Edição, W.W Norton & Company.

- Weber, Axel A. (1990), "EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS: Some Empirical Evidence", CEPR Discussion Paper, N° 448.

- Welfens, Paul J.J. (Ed.) (1991), European Monetary Integration - From German Dominance to an EC Central Bank?, Springer-Verlag.