

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**COORDENAÇÃO DE POLÍTICAS ORÇAMENTAIS NA UNIÃO
ECONÓMICA E MONETÁRIA EUROPEIA**

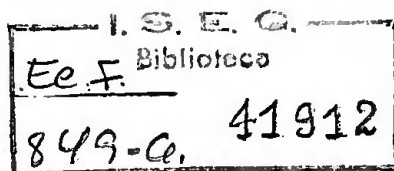
Dissertação apresentada para a obtenção do grau
de Mestre em Economia, sob a orientação do
Prof. Dr. Vítor Constâncio

Realizada por:

Carlos Manuel Rodrigues Vieira

LISBOA

JULHO DE 1994



RESERVA



X-96-077489-X

HJ2094.5.V54 1994

COORDENAÇÃO DE POLÍTICAS ORÇAMENTAIS NA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EUROPEIA

Dissertação de Mestrado em Economia, sob a
orientação do Prof. Dr. Vítor Constâncio

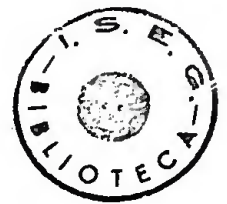
Realizada por:

Carlos Manuel Rodrigues Vieira

LISBOA

1994

NOTA PRÉVIA

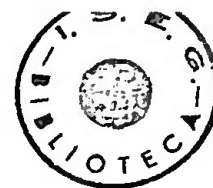


Esta dissertação beneficiou bastante da contribuição de um conjunto de pessoas a quem gostaria de prestar um público reconhecimento.

Em primeiro lugar quero expressar os meus profundos agradecimentos ao Prof. Dr. Vítor Constâncio, pela amabilidade com que aceitou ser meu orientador, e por todas as sugestões, críticas e comentários apresentados ao longo da elaboração da dissertação, e que muito contribuíram para a sua valorização.

A todos os Professores do Curso de Mestrado em Economia (Área de Economia Monetária e Financeira), cujas disciplinas foram imprescindíveis em diversos pontos da dissertação.

A todos os meus colegas do Departamento de Economia da Universidade de Évora, por toda a disponibilidade e apoio sempre manifestados.



INTRODUÇÃO	7
1. A POLÍTICA ORÇAMENTAL NA UEM	13
1.1.EFEITOS SOBRE AS RECEITAS E AS DESPESAS DO ESTADO	13
1.1.1.Rendimentos de senhoriagem.....	14
1.1.1.1.Conceito apropriado de senhoriagem.....	16
1.1.1.2.A perda de receitas de senhoriagem nos países europeus	20
1.1.1.3.A senhoriagem na UEM.....	23
1.1.2.Níveis de tributação	25
1.1.3.Despesas públicas em bens e serviços	31
1.1.4.Despesas com o serviço da dívida.....	33
1.2.EXTERNALIDADES DAS POLÍTICAS ORÇAMENTAIS	35
1.2.1.Abordagem Tradicional dos Canais de Transmissão.....	37
1.2.1.1.Efeito multiplicador das despesas públicas	41
1.2.1.2.Insuficiências deste modelo.....	48
1.2.2.Abordagem Intertemporal dos Canais de Transmissão	49
1.2.2.1.Efeitos sobre os preços relativos da União Monetária.....	54
1.2.2.2.Efeitos sobre os preços externos.....	55
1.2.3.Verificação empírica.....	57
2. POLÍTICA ORÇAMENTAL COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIZAÇÃO.....	60
2.1.CAPACIDADE DE AUTONOMIA ORÇAMENTAL	68
2.2.COORDENAÇÃO INTERNACIONAL DAS POLÍTICAS ORÇAMENTAIS.....	74
2.2.1.Razões para a necessidade de coordenação.....	76
2.2.1.1.Internalizar as externalidades negativas	77
2.2.1.2.Limitar a concorrência fiscal e assegurar a oferta de bens públicos.....	78
2.2.1.3.Evitar o risco de instabilidade monetária	79
2.2.1.4.Estabelecer uma “policy-mix” comum para a Comunidade	80
2.2.2.Os modelos teóricos de coordenação.....	81

2.2.2.1. Modelo de coordenação para a absorção de choques	83
2.2.2.1.1. Políticas orçamentais não coordenadas	88
2.2.2.1.2. Equilíbrio com coordenação	90
2.2.2.1.3. O modelo com custos de ajustamento.....	93
2.2.2.2. Limitações das análises de coordenação.....	95
2.2.3. A coordenação na União Monetária Europeia.....	97
2.3. O ORÇAMENTO CENTRAL	98
2.3.1. A função “seguradora” do orçamento central	101
2.3.2. Outras funções do orçamento central.....	105
2.3.3. Críticas e custos das políticas centralizadas	107
2.3.4. O futuro do orçamento central comunitário.....	108
3. A DISCIPLINA ORÇAMENTAL NA UEM.....	111
3.1. SOLVÊNCIA DO SECTOR PÚBLICO.....	114
3.1.1. A Restrição Orçamental Intertemporal	115
3.1.2. Testes à condição de solvabilidade	120
3.1.3. Limitações do indicador	124
3.2. INCENTIVOS À DISCIPLINA ORÇAMENTAL NA UNIÃO MONETÁRIA.....	126
3.3. INCENTIVOS À INDISCIPLINA ORÇAMENTAL.....	131
3.4. O EXEMPLO DOS ESTADOS FEDERADOS.....	134
3.5. OS CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA ORÇAMENTAL	135
3.5.1. Origem dos Valores de Referência	135
3.5.2. Avaliação Crítica dos Indicadores	142
3.5.2.1. Problemas de definição e controlo	142
3.5.2.2. O Carácter “Universal” dos Valores de Referência	146
3.5.2.3. As externalidades das políticas orçamentais	150
3.5.2.4. A possibilidade de financiamento monetário dos défices.....	151
3.5.2.5. Disciplina pelo mercado.....	152
3.5.2.6. A “regra de ouro” das finanças públicas	155
3.5.2.7. Outras críticas	156
3.5.3. Consequências económicas dos critérios	158
3.5.4. A Flexibilidade dos Valores de Referência	160

3.5.5. Situação actual das finanças públicas na Europa.....	163
CONCLUSÃO	166
BIBLIOGRAFIA.....	172
ANEXOS	182

INTRODUÇÃO

Os países comunitários preparam-se neste momento para concretizar uma nova etapa do seu processo de integração, com o estabelecimento de uma União Económica e Monetária (UEM) até ao final do século. Esta decisão, divulgada na cimeira de Maastricht em Dezembro de 1991, irá afectar profundamente a condução das políticas económicas dos doze estados-membros, atribuindo novas responsabilidades e exigências às políticas orçamentais nacionais.

A fixação irreversível das taxas de câmbio, visando a criação de uma moeda única, retira aos diferentes governos a possibilidade de utilizarem unilateralmente os instrumentos de política cambial e de política monetária, necessários para atingir determinados objectivos económicos específicos. Neste contexto, a política orçamental parece adquirir uma importância redobrada, como único instrumento reservado às autoridades económicas nacionais.

A necessidade de uma utilização flexível e diferenciada dos instrumentos orçamentais resulta de vários factores:

- em primeiro lugar, e na medida em que o projecto de UEM não implica uma união política entre os estados-membros, cada governo poderá manifestar preferências divergentes relativamente aos principais objectivos macroeconómicos a atingir;
- por outro lado, o facto de ainda não ter sido atingido o grau desejado de convergência, real e nominal, permite antecipar a necessidade de adopção de diferentes estratégias de política económica, ajustadas ao nível de desenvolvimento e ao perfil estrutural de cada país;
- a possibilidade de ocorrência de choques económicos assimétricos, é um outro factor que poderá exigir uma actuação mais activa e diferenciada da política orçamental. Na União Monetária, os estados-membros já não conseguirão defender as suas economias através da manipulação da taxa de câmbio ou das políticas monetárias, sempre que ocorram choques específicos ou que, sendo comuns, tenham impactos diferenciados. Os regimes de câmbios fixos obtêm normalmente bons resultados na absorção de choques simétricos, uma vez que evitam os esforços individuais, mutuamente prejudiciais, para alterar as taxas de câmbio. No entanto, dificilmente conseguirão absorver, do modo mais apropriado, os choques que afectam diferenciadamente cada um dos estados-membros.

A análise tradicional dos processos de integração monetária sugere um conjunto de critérios necessários ao bom funcionamento das uniões monetárias: mobilidade elevada dos factores de produção, diversificação das estruturas produtivas nacionais, flexibilidade de preços e salários, entre outros. Se estes requisitos não se verificarem, e não forem criadas as condições indispensáveis ao seu desenvolvimento, a política orçamental pode constituir um importante instrumento para amortecer os choques que afectem um determinado país ou região, dada a ausência do instrumento cambial.

Contudo, um ponto delicado do funcionamento da futura UEM é exactamente a coexistência de um poder monetário único e de doze (por enquanto) autoridades orçamentais autónomas. Assim, é importante começar por examinar e esclarecer as relações entre a unificação monetária e o nível (central, nacional, regional ou local) em que se devem definir e executar as políticas orçamentais.

A opção comunitária, de acordo com o “princípio da subsidiariedade” adoptado em Maastricht, indica que as iniciativas orçamentais devem ser realizadas ao nível mais descentralizado possível. No entanto, a capacidade de autonomia orçamental de cada estado-membro será profundamente afectada no futuro. A total concretização do programa do Mercado Único e da UEM terá efeitos directos sobre os orçamentos nacionais, limitando determinadas categorias de receitas e despesas públicas. Por outro lado, este novo patamar de integração económica irá alterar todo o enquadramento de actuação das políticas orçamentais nacionais, modificando os seus canais de transmissão e os efeitos sobre os outros estados-membros através, nomeadamente, da taxa de juro comum e dos termos de troca.

Como forma de conseguir ultrapassar o problema das limitações às políticas orçamentais autónomas, e de evitar os seus efeitos adversos sobre os outros países, surgiu a necessidade de encontrar um mecanismo de coordenação entre os estados-membros (entendida aqui num sentido amplo, por oposição à total autonomia nacional), capaz de assegurar que todos estes efeitos sejam devidamente considerados aquando da elaboração das políticas económicas na Comunidade.

A prioridade dos responsáveis comunitários visou exclusivamente a disciplina orçamental, através da imposição de valores de convergência exactos e uniformes para os défices e dívidas do sector público, conjugados com o estabelecimento de determinadas regras proibitivas ao seu financiamento. Já em 1989 o “Relatório Delors” levantava a questão de, na ausência de um controlo supranacional, se poder verificar a tendência para os estados-membros apresentarem défices orçamentais excessivos, colocando em risco a disciplina monetária. Propunha assim a formalização de regras vinculativas a limitar os défices e dívidas públicas de todos os países,

como meio indispensável de evitar uma enorme instabilidade monetária e financeira na UEM. Estas propostas foram consubstanciadas posteriormente no Tratado de Maastricht, que definiu e quantificou exactamente aquelas regras, estabelecendo um limite de 3% do PIB para o défice orçamental e de 60% do PIB para a dívida pública.

Contudo, a opção pela imposição de limites de convergência, nomeadamente estes valores exactos, surge como uma decisão inverosímil para muitos autores, que têm tentado, infrutiferamente, encontrar uma justificação teórica plausível para aquelas regras. As suas conclusões parecem demonstrar que a escolha daqueles valores precisos foi necessariamente arbitrária, uma vez que a teoria económica não fornece qualquer recomendação clara sobre a dimensão óptima do défice e da dívida pública. Surge assim a suspeita de que a decisão de limitar estas variáveis vai além da teoria económica pura, necessitando de uma análise de economia política. Com efeito, alguns autores argumentam que os critérios de convergência servem, sobretudo, o objectivo da Alemanha de restringir o número de países participantes na UEM, de forma a poder continuar a dominar a política monetária na Comunidade.

Nos últimos três anos têm sido apresentadas inúmeras críticas aos valores de referência, focando designadamente as previsíveis consequências económicas para os países que os tentem cumprir de forma escrupulosa. Com efeito, ao limitarem substancialmente a autonomia orçamental dos estados-membros, os critérios impedem-nos de utilizar a política orçamental como instrumento de estabilização:

- por razões keynesianas de estímulo à actividade económica, através de políticas orçamentais contracíclicas (activas ou como resultado dos estabilizadores automáticos), que visam sustentar a procura agregada com aumentos das despesas públicas ou diminuição dos impostos;
- por razões neoclássicas de “tax-smoothing”, mantendo um nível constante de tributação (obtendo empréstimos em períodos de menor crescimento económico), de forma a minimizar as distorções causadas pela tributação a um nível microeconómico.

Neste contexto, o objectivo da presente dissertação é a análise das funções que a política orçamental irá assumir na UEM, considerando as interdependências verificadas entre a necessidade de autonomia orçamental, as exigências de disciplina e as diferentes propostas de coordenação. O principal argumento para justificar a permanência de um elevado grau de autonomia orçamental em cada estado-membro, tem a ver com a necessidade de absorver potenciais choques económicos de natureza assimétrica, que exigem respostas diferenciadas dos governos nacionais, de acordo com as suas preferências e a sua estrutura económica. Por outro

lado, as vantagens de assegurar a coordenação das políticas orçamentais dos estados-membros, podem ser justificadas por diversos factores:

i - evitar as pressões sobre a política monetária, resultantes de um nível de endividamento excessivo, que poderia conduzir a um risco de “default” (pouco provável) ou a uma desvalorização dos títulos de dívida pública, criando enormes problemas às instituições financeiras, principais detentoras desses títulos, e forçando uma intervenção do banco central para evitar a crise financeira;

ii - controlar as externalidades resultantes das políticas orçamentais autónomas, de forma a evitar os efeitos adversos que as iniciativas orçamentais de um estado-membro podem impor aos seus parceiros;

iii - utilizar eficazmente a política orçamental como instrumento de estabilização, impedindo flutuações excessivas nos níveis de produto e emprego. Esta função macroeconómica de estabilização pode resultar de políticas activas, visando contrariar os efeitos das flutuações do ciclo económico, ou através do funcionamento dos estabilizadores automáticos;

iv - limitar a concorrência fiscal, consequência da abertura das fronteiras, e assegurar o fornecimento de determinadas categorias de bens e serviços públicos que geram externalidades para outros países;

v - delinear uma “policy-mix” correcta, entre a política monetária comum e as políticas orçamentais nacionais, de forma a direccionar os diferentes instrumentos em conjunto para um mesmo objectivo económico.

Contudo, não existe acordo quanto ao modelo que essa coordenação deve assumir, tendo vindo a ser apresentadas diversas alternativas, com interpretações divergentes do conceito de coordenação:

- os responsáveis pelo “Relatório Delors”, e posteriormente pelo Tratado da União Europeia, consideram que a coordenação deve tomar a forma de regras obrigatórias, limitando a dimensão e o financiamento dos défices e dívidas, como única alternativa para assegurar a estabilidade monetária e financeira na futura UEM;

- por outro lado, muitos autores defendem que a coordenação será mais facilmente assegurada se os estados-membros optarem pela transferência de um determinado conjunto de funções para uma autoridade central comunitária (Buiter e Kletzer (1992a), por exemplo). De entre essas funções, tem sido sublinhada a necessidade de se implementar um sistema centralizado de

impostos e transferências, à semelhança do que sucede nas federações existentes, com o objectivo de amortecer de forma automática os choques económicos assimétricos;

- uma outra possibilidade, menos vinculativa, aponta as vantagens de uma coordenação discricionária e negociada entre todos os estados-membros (Ploeg (1991)), sempre que as situações conjunturais, num ou em todos os países, justifiquem uma actuação concertada em condições pontuais. Esta alternativa decorre, naturalmente, da tradicional discussão entre as vantagens das regras *versus* políticas discricionárias;

- por fim, e de forma a permitir um maior grau de liberdade às políticas orçamentais nacionais, alguns autores (Glick e Hutchison (1993), entre outros) sugerem que se devia privilegiar uma coordenação menos rigorosa, na forma de um intercâmbio de informações e de uma supervisão multilateral sobre a evolução de determinadas variáveis orçamentais de cada país.

A exposição do tema aqui abordado será dividida em três capítulos, de acordo com a estrutura metodológica a seguir delineada. No primeiro capítulo analisam-se as consequências inevitáveis da UEM sobre as políticas orçamentais nacionais, que vão condicionar parte da discussão posterior sobre a necessidade de autonomia ou de coordenação dessas políticas. Uma primeira secção examina os efeitos directos da UEM sobre os orçamentos nacionais, em termos das limitações impostas às opções de cada governo, na escolha do nível de receitas e despesas do sector público que considera óptimas para o seu país. Estas restrições à independência orçamental contrariam, de certa forma, os argumentos favoráveis à plena autonomia orçamental, como veremos no capítulo seguinte. Na segunda secção examinam-se os canais de transmissão das externalidades das políticas orçamentais nacionais, agora a operar num contexto de câmbios fixos, livre circulação de capitais e política monetária comum. Estas externalidades podem também condicionar a autonomia orçamental, sugerindo a necessidade de uma coordenação entre todos os estados-membros.

O segundo capítulo aborda a função de estabilização da política orçamental. Começando por avaliar a possibilidade e a intensidade de ocorrência de choques económicos assimétricos na Comunidade, este capítulo examina as diferentes propostas alternativas de utilização das políticas orçamentais. Numa primeira secção comparam-se as vantagens e os inconvenientes de uma condução autónoma e flexível dos instrumentos orçamentais, salientando as prováveis limitações à sua utilização. As secções seguintes analisam as propostas para uma coordenação discricionária e pontual das políticas orçamentais e também para a implementação de um mecanismo centralizado de impostos e transferências, como meio de compensar parcialmente as perdas de rendimentos resultantes de um potencial choque económico assimétrico.

O último capítulo dedica-se mais concretamente aos valores de convergência orçamental apresentados em Maastricht, tentando averiguar se a UEM torna desejável e absolutamente necessário institucionalizar as restrições que limitam a autonomia das políticas orçamentais nacionais. Começamos por analisar os critérios habitualmente utilizados pela teoria económica para avaliar o grau de disciplina orçamental de cada país, por recurso à verificação da sua restrição orçamental intertemporal. Posteriormente confrontam-se os argumentos que defendem que as alterações introduzidas pela união monetária conduzem automaticamente a uma disciplina orçamental dos estados-membros com aqueles que, pelo contrário, sugerem que a tendência será para incentivar os “défices excessivos”. Por fim, é feita uma análise detalhada das críticas que têm sido apontadas aos critérios desde a sua instituição em Maastricht, as suas consequências sobre as economias de alguns estados-membros, e a situação actual das finanças públicas comunitárias. Neste âmbito, é de salientar a importância da discussão sobre as prováveis consequências para o nível de actividade económica na Europa, resultantes de uma contenção orçamental generalizada com o objectivo de reduzir os défices e dívidas do sector público até aos limites estabelecidos.

Ao longo de toda a exposição, e sempre que possível, tentaremos sustentar as principais ideias apresentadas com a evidência empírica disponível, e também com os pontos de vista alternativos de diferentes autores.

De salientar contudo que uma dificuldade importante que se coloca ao analisar o funcionamento da política orçamental na futura UEM, é o facto de não existirem quaisquer precedentes históricos de integração com características absolutamente idênticas, que permitam uma melhor comparação e previsão do evoluir da Comunidade. A experiência das federações existentes pode fornecer informações úteis para o caso europeu pelo que, sempre que tal se justifique, far-se-á uma comparação com o que sucede naquelas uniões monetárias, tentando extrair conclusões para a UEM. Porém, convém ter presente que estas federações diferem do projecto da união monetária europeia em alguns pontos importantes, sobretudo devido ao peso significativo do orçamento central, situação que não se prevê para a Comunidade.

O processo de integração monetária na Europa constituirá certamente uma experiência histórica original, acarretando assim alguns riscos potenciais para os diferentes países envolvidos. Esta característica faz acrescer a importância de uma análise rigorosa e exaustiva dos diversos cenários possíveis de evolução, tentando antecipar as consequências principais de uma tão importante decisão, e apresentar propostas alternativas de desenvolvimento.

1. A POLÍTICA ORÇAMENTAL NA UEM

O processo de integração plena dos mercados europeus, decorrente do Mercado Único e da concretização da União Económica e Monetária, irá decerto alterar profundamente as condições de actuação das políticas orçamentais nacionais. Este capítulo, dividido em duas secções distintas, começa por analisar as restrições que a UEM colocará directamente aos orçamentos nacionais, nomeadamente sobre o nível de determinadas receitas e despesas do sector público. A abertura das fronteiras, decorrente do programa do Mercado Único, e o previsível aumento da mobilidade dos factores de produção, das empresas e dos bens e serviços, podem exercer algumas pressões para a uniformização dos níveis de fiscalidade nos estados-membros e consequentemente, devido aos limites impostos aos défices orçamentais, dos níveis relativos de despesas públicas.

Na segunda secção do capítulo analisam-se os canais de transmissão das externalidades que as políticas orçamentais dos estados-membros podem impor aos seus parceiros. Num contexto de câmbios irrevogavelmente fixos, ou de moeda única, com total liberalização dos movimentos de capitais, acentuam-se os efeitos que as iniciativas orçamentais individuais provocam, nomeadamente, sobre a taxa de juro comum e sobre os termos de troca internos e em relação a países terceiros.

1.1. EFEITOS SOBRE AS RECEITAS E AS DESPESAS DO ESTADO

A concretização do Mercado Único, e da União Económica e Monetária, na Europa, ao possibilitar uma maior mobilidade de bens e serviços, factores de produção e activos financeiros, terá certamente importantes consequências sobre o nível de receitas e despesas públicas de todos os países comunitários e, consequentemente, sobre a sua autonomia em termos das decisões de política orçamental.

Desde logo, o estabelecimento de uma política monetária única, assente num banco central

européu independente cujo objectivo principal é a estabilidade do nível de preços, num contexto de plena liberalização do mercado financeiro, implicará uma perda de receitas de senhoriagem e de privilégios tradicionais do Estado nos mercados financeiros internos.

Por outro lado, a liberalização completa dos mercados e o desaparecimento do risco de câmbio dentro da Comunidade, ao aumentarem a mobilidade interna dos produtos, factores e activos, reduzirão a independência orçamental dos estados-membros, nomeadamente na sua capacidade de fixar taxas de imposto a níveis significativamente diferentes dos seus parceiros. Este problema coloca-se sobretudo na tributação sobre o capital e, a níveis menos importantes, sobre o trabalho e sobre os bens e serviços. Isto significaria que as intenções governamentais para servir e amortizar a dívida pública através de superávites primários futuros, ficariam cada vez mais limitadas, uma vez que o aumento de impostos (ou mesmo as expectativas de que tal viesse a suceder) necessário para apresentar aqueles superávites, provocaria uma evasão de parte das bases de tributação.

O mesmo sucede também no que diz respeito ao nível de despesas públicas. A tendência para a uniformização dos níveis de tributação, conjugada com as restrições aos défices impostas em Maastricht, implicará necessariamente uma limitação das despesas públicas nacionais, que ficarão directamente dependentes do nível de receitas arrecadadas em cada período. Assim, a concorrência orçamental dos diferentes estados-membros poderá conduzir a um sub-fornecimento de bens públicos e a uma tendência para a descida das taxas de imposto.

Por último, a crescente integração dos mercados financeiros, alargando as possibilidades de colocação de dívida pública, poderá reduzir os custos de financiamento dos governos, com acesso a taxas de juro reais mais baixas. Ao eliminar o risco de câmbio, a UEM pode encorajar os agentes económicos a investir em instrumentos de dívida emitidos por governos de outros países.

1.1.1. Rendimentos de senhoriagem

A União Económica e Monetária, ao pressupor uma maior estabilidade dos preços em toda a zona, num contexto de completa liberalização dos mercados financeiros europeus, terá certamente consequências em termos dos orçamentos nacionais, nomeadamente ao reduzir as receitas de senhoriagem do Estado, também denominadas por “imposto inflacionário”. Isto significa que, em princípio, a parte do défice que era possível financiar com estas receitas terá de o ser agora através da emissão de mais dívida pública, que irá sendo progressivamente acumulada, agravando os problemas de alguns estados-membros.

Numa primeira análise, resulta daqui uma certa incompatibilidade entre dois dos critérios de convergência definidos em Maastricht. Por um lado, pretende-se a diminuição e a estabilização das taxas de inflação, com perdas de senhoriagem para o Estado. Ao mesmo tempo, impõe-se uma contenção das finanças públicas, com um limite máximo de 3% e 60%, respectivamente para o défice e para a dívida pública. A perda daquelas receitas constitui assim um custo de participação dos países numa zona de estabilidade monetária, cuja importância relativa tem vindo a ser analisada por diversos autores¹.

Em termos sintéticos, o sector público obtém receitas de senhoriagem quando vende activos ao sector privado, sobre os quais paga juros bastante pequenos ou mesmo nulos. Estas receitas são obtidas por intermédio do banco central, através do acesso do governo à base monetária para financiamento dos seus défices, possibilitado por diversas vias alternativas: obtenção directa de empréstimos junto do banco central²; compra, por este banco, de títulos de dívida pública nos mercados primário e secundário; outras vias menos evidentes, nomeadamente através dos serviços que o banco central presta ao sector público. A remuneração destas operações é normalmente muito baixa, podendo contudo variar entre zero e as taxas de juro do mercado.

A senhoriagem pode ser assim interpretada como a capacidade de financiar o sector público, através da emissão de moeda. A fonte mais importante de receitas de senhoriagem advém da capacidade do Estado em adquirir bens e serviços ao sector privado, pagando com notas e moedas emitidas por si próprio. Uma outra fonte de receitas, que varia muito consoante os países, são as reservas legais impostas aos bancos comerciais e a outras instituições financeiras (ver quadro 3.4), sobre as quais se pagam taxas de juro abaixo das taxas de mercado, ou mesmo nulas. Assim, a base de tributação sobre a qual incide este “imposto inflacionário” é a designada base monetária, constituída pela moeda em circulação e pelas reservas legais³ das instituições financeiras, detidas pelo banco central. Desta forma, as receitas de senhoriagem irão depender sobretudo das preferências dos agentes económicos em deter notas e moedas para transacções (o que tem a ver, por exemplo, com a modernização dos sistemas de pagamento), das taxas impostas de reserva legal (e da forma como estas são remuneradas) e da taxa de

¹. É o caso de, por exemplo, Dornbush (1988), que defendia que os países que estão dependentes de grandes montantes de reservas de senhoriagem, não podem aderir a uma união monetária. Contudo, outros autores (é o caso de DeGrawe (1993b)) concluem que, no caso da UEM europeia, os custos não serão muito importantes.

². Embora, em alguns países, o governo tenha de pagar uma pequena taxa de juro sobre estes empréstimos do banco central (ver, por exemplo, “Economie Européenne” n.º 1, 1993)

³. Na prática, as receitas de senhoriagem não são necessariamente proporcionais ao montante da base monetária, uma vez que em determinados países, uma parte das reservas legais é remunerada, embora a taxas inferiores às praticadas no mercado.

inflação verificada.

A abolição dos controlos ao movimento de capitais constitui um dos principais obstáculos para a obtenção de receitas de senhoriagem por parte do Estado (Alesina et al. (1993)). Por um lado, ao reduzir a possibilidade de diversificação de carteira com activos em moeda estrangeira, os controlos de capitais limitavam a possibilidade dos agentes económicos evitarem a “inflation-tax”. Por outro lado, permitiam a imposição de taxas de reserva legal elevadas, relativamente aos outros países, sem comprometer a concorrência interbancária.

Nesta secção vamos analisar os efeitos da integração dos mercados financeiros (com a diminuição e a convergência das taxas de reserva legal impostas a algumas instituições financeiras) e da diminuição das taxas de inflação, sobre o nível das receitas de senhoriagem, sobretudo para aqueles países que têm vindo a tirar maiores proveitos desta fonte de receitas. Contudo, antes de verificarmos este impacto da UEM sobre as receitas de senhoriagem, convém analisar os diferentes conceitos e métodos de cálculo da senhoriagem que têm vindo a ser utilizados pelos diversos autores, e que se reflectem, por vezes de forma significativa, nas conclusões sobre a dimensão dos custos reais desta perda de receitas.

1.1.1.1. Conceito apropriado de senhoriagem

Existem inúmeros processos de calcular as receitas de senhoriagem, que variam consoante as preferências e interpretações dos autores, originando diferentes conclusões acerca da amplitude dos efeitos da UEM sobre esta parcela das receitas do estado. Numa primeira abordagem, podemos definir a senhoriagem simplesmente como as alterações verificadas na quantidade de moeda em circulação (notas e moedas metálicas) numa determinada economia, num dado período de tempo. Contudo, para além de ser uma medida bastante instável, este conceito não admite a constituição de reservas legais junto do banco central, que muitos países ainda impõem a algumas instituições financeiras.

Na verdade, se não existir qualquer pagamento de juros sobre aquelas reservas, elas assemelhar-se-ão, em termos de receitas do Estado, à moeda em circulação, uma vez que com o aumento do montante destas reservas o governo poderá adquirir mais bens e serviços, por intermédio do banco central⁴. Neste caso, o valor da senhoriagem (em percentagem do PIB)

⁴. Na realidade, podem existir algumas discrepâncias entre o valor da base monetária criada (circulação mais reservas) e o montante de receitas transferidas pelo banco central para o orçamento do Estado, nomeadamente devido aos custos de funcionamento do banco central e também porque este pode aplicar parte dos seus lucros na

seria dado pela variação ocorrida na base monetária, num determinado período⁵:

$$(1) \quad RS = \frac{\Delta BM}{PIB} = \frac{\Delta C}{PIB} + \frac{\Delta R}{PIB}$$

onde:

BM: base monetária

C: quantidade de moeda em circulação (notas e moedas metálicas)

R: montante de reservas legais

ou, apresentando as mesmas variáveis como rácio do PIB, e designando-as por letras minúsculas:

$$(2) \quad RS = \Delta bm = \Delta c + \Delta r$$

Contudo, aquela medida da senhoriagem não é muito correcta, sobretudo quando as reservas legais, que fazem parte da base monetária, são remuneradas, pelo menos parcialmente, o que implica que as receitas de senhoriagem não sejam exactamente proporcionais ao montante da base monetária. Assim, se assumirmos que o banco central remunera as reservas legais das instituições financeiras à taxa de juro i_r , passamos a ter:

$$(3) \quad RS = \Delta c + \Delta r - i_r \cdot r$$

Este conceito de senhoriagem é normalmente designado por “medida de senhoriagem pelo fluxo de liquidez” (“cash-flow”⁶), uma vez que quantifica, basicamente, o fluxo de bens e serviços que o Estado pode adquirir ao longo de um determinado período de tempo, ao emitir quantidades adicionais de moeda legal para circulação e ao utilizar os montantes adicionais de reservas que as instituições financeiras são obrigadas a deter junto do banco central.

Contudo, esta definição apresenta novamente algumas limitações possibilitando, por exemplo,

aquisição de activos (Gros (1993)).

⁵. Esta é a definição utilizada, por exemplo, em Cohen e Wyplosz (1989) e Burda e Wyplosz (1993).

⁶. Esta designação encontra-se, por exemplo, em Gros e Thygesen (1992) e Dupuy (1993).

situações em que os rendimentos de senhoriagem são negativos em determinados períodos, nos quais os juros pagos sobre as reservas existentes excedem o valor da base monetária criada no mesmo período. Isto pode suceder simplesmente devido a uma diminuição dos coeficientes c e/ou r , a uma diminuição da procura de moeda (por inúmeros motivos), ou à necessidade de baixar o nível da taxa de reserva legal imposta às instituições financeiras (por exemplo, por motivos de aumento da concorrência bancária internacional).

Uma outra abordagem, designada por “medida do custo de oportunidade da senhoriagem”⁷, calcula o produto entre a taxa de juro sobre a dívida pública e o montante da base monetária (moeda em circulação mais reservas) existente num determinado momento. Enquanto as abordagens anteriores se baseiam num conceito de fluxo, esta utiliza um conceito de stock. A ideia subjacente é a de que a base monetária representa um passivo do governo, detido pelos agentes económicos privados, sobre o qual ele não paga juros (sobretudo em termos da moeda em circulação, uma vez que, como vimos, as reservas podem ser pelo menos parcialmente remuneradas). Assim, as receitas de senhoriagem serão calculadas como o total dos juros que ele poupa por não remunerar esses passivos. As receitas de senhoriagem (RS), em percentagem do PIB, podem ser agora representadas pela seguinte equação:

$$(4) \quad RS = i * c + (i - i_r) * r$$

onde:

i : taxa de juro do mercado

c : rácio entre a moeda em circulação e o PIB

i_r : taxa de juro de remuneração das reservas legais

r : rácio entre o montante de reservas e o PIB

A imposição às instituições financeiras da obrigatoriedade de constituição de reservas legais aumenta sempre as receitas de senhoriagem do Estado, desde que a sua taxa de remuneração (i_r) seja inferior à taxa de juro de mercado sobre a dívida pública (i), situação que se verifica sempre na realidade. Esta medida é talvez a mais correcta, uma vez que assenta em variáveis mais estáveis no tempo que as anteriores, e toma em atenção a possível existência de diferentes tipos de remuneração das reservas legais.

⁷. *idem*. Esta medida foi também a utilizada no relatório “One market, one money”, apresentado pela Comissão Europeia.

A opção pelo cálculo da senhoriagem através do conceito de “fluxo de liquidez” ou pelo “custo de oportunidade”, pode conduzir a conclusões muito diferentes. Dupuy (1993), por exemplo, refere que o coeficiente de correlação entre as duas medidas de senhoriagem é normalmente inferior a 0,5, o que mostra que estes dois conceitos podem originar movimentos muito divergentes na evolução dos respectivos valores. No entanto, como salienta Gros (1993), não existe uma clara justificação teórica para a escolha do melhor conceito de senhoriagem a utilizar, por exemplo, na análise do impacto da UEM sobre esta categoria de receitas do Estado. Contudo, a medida da senhoriagem pelo custo de oportunidade parece ser, em princípio, um melhor indicador para a comparação dos custos globais desta perda de receitas para todos os estados-membros, sendo este que vamos utilizar nas análises subsequentes.

Convém ainda esclarecer que existem outros factores que podem contribuir para dificultar a quantificação exacta daquelas receitas. Por exemplo, as operações de redesconto de determinados instrumentos financeiros, a taxas inferiores às de mercado, podem afectar o valor final da senhoriagem. O mesmo sucede, por exemplo, em países onde o Estado é proprietário de parte das instituições financeiras, que vêm diminuir os seus lucros (e portanto, também os do Estado) quando a taxa de reserva legal aumenta.

Por último, é também de referir que as medidas de senhoriagem anteriores não tomam em consideração todos os potenciais benefícios associados ao poder estatal de emitir moeda. Com efeito, e na medida em que a criação de moeda pode ser um processo inflacionista, o aumento da base monetária fornece ao Estado as receitas de senhoriagem antes definidas, mas também desvaloriza a dívida pública acumulada anteriormente. A inflação reduz o valor real da dívida pública nominal detida pelos agentes económicos privados. Assim, e num sentido mais lato, deveríamos incluir no cálculo das receitas de senhoriagem, os ganhos do Estado em termos reais, provocados pela diminuição da taxa de juro real sobre a dívida pública.

Na realidade porém, apenas uma inflação surpresa permite obter ganhos no montante real de dívida pública. Se os agentes económicos interiorizarem as expectativas de subida do nível de preços, eles irão exigir um aumento das taxas de juro nominais que compense os efeitos da desvalorização da dívida pública. Por outro lado, se a dívida pública for indexada ou tiver uma pequena maturidade (ver quadro 3.9), os benefícios da inflação são muito limitados. No caso europeu, contudo, está praticamente excluído neste momento, o recurso a uma inflação surpresa, dado o compromisso assumido para manter a estabilidade do nível de preços.

Além disso, a actual tendência contínua no sentido de uma mudança para a emissão de dívida com maturidade de curto prazo e indexada, aliada à proibição, estabelecida em Maastricht, de um financiamento monetário da dívida dos países comunitários, coloca algumas dúvidas sobre a

continuação da motivação destes governos em recorrer a processos inflacionistas, como solução fácil para reduzir o peso da dívida acumulada (Santos (1992)).

1.1.1.2. A perda de receitas de senhoriagem nos países europeus

Vejamos então, em termos quantitativos, qual a importância efectiva desta perda de receitas. O quadro 1, a seguir apresentado, utiliza o conceito de custo de oportunidade para calcular a evolução das receitas de senhoriagem (em percentagem do PIB), verificadas nos últimos anos nos quatro países do sul da Europa (Grécia, Espanha, Itália e Portugal). Estes países são os que normalmente mais beneficiam deste tipo de receitas, uma vez que são também os estados-membros que apresentam maiores taxas de inflação. Apresentam-se também os dados para o caso da Alemanha, de modo a possibilitar uma comparação com um país menos inflacionista.

Quadro 1: Receitas de senhoriagem (em percentagem do PIB).

	Médias			Projeção 1993
	1979 - 81	1982 - 85	1986 - 89	
Alemanha	0,87	0,75	0,58	0,54
Espanha	1,77	1,67	1,13	0,62
Grécia	2,30	2,24	2,18	0,69
Itália	2,12	2,01	0,94	0,47
Portugal	3,83	4,42	1,97	0,63

Fonte: Gros e Thygesen (1992).

Como podemos verificar, as receitas de senhoriagem têm vindo a diminuir em todos aqueles países desde 1979 (embora menos acentuadamente na Grécia), o que tem a ver, naturalmente, com a descida das suas taxas de inflação nos últimos anos. Apenas os quatro países do sul da Europa continuam a apresentar níveis significativos de senhoriagem. As projecções apontam para a continuação desta tendência, com uma aproximação das receitas de senhoriagem em todos os países, mercê da crescente aproximação do crescimento do nível de preços e da harmonização das taxas de reserva legal impostas às instituições financeiras.

Para estimar o impacto da UEM sobre as receitas de senhoriagem, ao longo dos próximos anos, torna-se necessário estabelecer alguns pressupostos sobre a evolução futura de algumas variáveis macroeconómicas que afectam directamente aquelas receitas. Num primeiro cenário

vamos considerar que aquelas variáveis convergem para um determinado valor, comum a todos os países, até 1996, ano em que, na melhor das hipóteses, se inicia a terceira fase da UEM. Esta hipótese de convergência assenta em determinados argumentos justificativos. Em primeiro lugar, as recomendações comunitárias apontam para a necessidade de uniformização das taxas de reserva legal em todos os estados-membros, num contexto de crescente concorrência interbancária (Commission des Communautés Européennes (1994b)). Por outro lado, os montantes de moeda em circulação deverão também diminuir e aproximar-se, consequência da modernização tecnológica dos sistemas de pagamentos em todos os países. Por último, as taxas de inflação e as taxas de juro dos estados-membros irão também aproximar-se, impulsionadas pela abertura das fronteiras e pela liberalização dos mercados, e pressionadas pela necessidade de cumprimento dos critérios de convergência de Maastricht.

Quadro 2: Evolução das receitas de senhoriagem (em percentagem do PIB) até 1996.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Diferença 1991 - 1996
Cenário 1: convergência plena¹							
Grécia	3,43	2,51	1,72	1,07	0,56	0,56	2,87
Espanha	1,71	1,37	1,06	0,79	0,56	0,56	1,15
Itália	1,31	1,14	0,95	0,76	0,56	0,56	0,75
Portugal	1,89	1,61	1,29	0,94	0,56	0,56	1,33
Alemanha	0,87	0,79	0,71	0,63	0,56	0,56	0,31
Cenário 2: ausência de convergência nas variáveis financeiras²							
Grécia	3,43	2,87	2,30	1,73	1,17	1,17	2,27
Espanha	1,71	1,53	1,35	1,16	0,98	0,98	0,74
Itália	1,32	1,24	1,14	1,09	1,02	1,02	0,30
Portugal	1,89	1,86	1,83	1,80	1,77	1,77	0,12
Alemanha	0,87	0,83	0,79	0,76	0,72	0,72	0,15

Notas: ¹. Considerando que as variáveis macroeconómicas convergem, até 1996, para os seguintes valores comuns: moeda em circulação - 6% do PIB; taxa de crescimento nominal do PIB - 4%; taxa de juro sobre a dívida pública - 7%; reservas legais - 2% do PIB; taxa de remuneração das reservas - 0%.⁸

². Mantendo os rácios circulação/PIB e reservas/PIB, nos níveis verificados em 1991.

Fonte: Gros, D. (1993)

⁸. Para uma justificação pormenorizada da escolha destes valores concretos de convergência, ver Gros (1993).

Os resultados assim obtidos serão comparados com um outro cenário, em que não existe uma integração financeira plena (os rácios \underline{c} e \underline{r} mantêm-se constantes ao nível apresentado em 1991), apenas se verifica uma diminuição das taxas de inflação. O objectivo é tentar avaliar separadamente, dentro das naturais limitações, os efeitos de uma menor inflação e da maior integração financeira sobre as receitas de senhoriagem.

Os cálculos foram novamente efectuados apenas para os quatro países do sul da Europa, previsivelmente os que vão sofrer o maior impacto sobre as receitas de senhoriagem, e também para a Alemanha, como base de comparação.

Como podemos verificar, a Grécia será provavelmente o país com uma maior perda de receitas de senhoriagem entre 1991 e 1996 (quase 3% do PIB), seguindo-se Portugal e a Espanha (1,33% e 1,15% do PIB, respectivamente).

Comparando as diferenças nos efeitos sobre as receitas de senhoriagem, provocados pela descida das taxas de inflação (cenário 2) e pela integração plena dos mercados financeiros (cenário 1), podemos verificar a sua importância relativa para cada um dos países aqui considerados. Assim, de acordo com estas estimativas, o efeito da descida da inflação tem consequências maiores na Grécia e na Espanha, enquanto que em Portugal as receitas de senhoriagem serão afectadas sobretudo pela integração plena dos mercados financeiros, com a descida do montante exigido de reservas legais.

Estes resultados diferem um pouco dos apresentados no relatório “One market, one money” (1990), apesar dos pressupostos de evolução das variáveis macroeconómicas serem bastante semelhantes. A justificação para as diferenças assenta sobretudo nas alterações entretanto verificadas nas taxas de juro entre 1988 (ano que serviu de base para os cálculos do relatório) e 1991.

Assim, a contradição apontada no início entre os critérios de Maastricht para a estabilização do nível de preços e para a contenção orçamental parece assumir alguma importância, pelo menos para três dos países comunitários (Grécia, Espanha e Portugal), onde o ajustamento necessário para garantir um défice orçamental máximo de 3% do PIB (através de um aumento dos impostos ou de uma redução das despesas), terá de ter em atenção aquelas perdas progressivas de receitas de senhoriagem.

Com efeito, esta perda de receitas, embora não muito relevante, implicará, sobretudo para aqueles países do sul da Europa, a necessidade de as substituir por novas receitas de impostos ou por uma diminuição das despesas do sector público, de forma a não aumentar o rácio da dívida. Convém assim ter em atenção se esta substituição de parte do financiamento do défice

através, por exemplo, de um aumento da carga fiscal será benéfico (como aponta o relatório “One market, one money”) ou prejudicial (como refere, por exemplo, Dornbush (1988))⁹. Na realidade, para financiar as suas despesas, o Estado pode aumentar os impostos e/ou recorrer à senhoriagem. Contudo, e na medida em que a fiscalidade é potencialmente geradora de distorções¹⁰, a política óptima das finanças públicas pode conduzir à opção por uma taxa de inflação não nula. Se o custo marginal de obter financiamento por aumento dos impostos exceder o custo marginal de obter o financiamento via inflação (senhoriagem), poderá ser considerado óptimo reduzir os impostos e aumentar a inflação (o que sucede sobretudo nos países com sistemas fiscais menos desenvolvidos).

Contudo, convém também ter em atenção outros efeitos adversos da inflação sobre as receitas e as despesas do Estado, que poderão compensar, de certa forma, a perda de receitas verificada acima. Por exemplo, Gros e Thygesen (1992) chamam a atenção para o facto de que os atrasos inevitáveis no processo de recolha de impostos fazem com que a subida, entretanto verificada, no nível geral de preços provoque uma redução no valor real das receitas de impostos. Por outro lado, esta diminuição das receitas de senhoriagem poderá ter efeitos positivos, na medida em que, ao serem excessiva e sistematicamente aproveitadas pelos governos, incitam à manutenção de elevadas taxas de inflação e à indisciplina orçamental.

1.1.1.3. A senhoriagem na UEM

Apesar de tudo o que dissemos antes, convém também sublinhar que a emissão da moeda comum ao nível europeu implicará novas receitas de senhoriagem, o que significa que haverá lugar para alguma compensação aos países comunitários. A UEM transformará o ecu num forte concorrente do dólar nas carteiras financeiras mundiais. Aquelas receitas dependerão, assim, da procura da moeda comum dentro e fora da Comunidade Europeia, pois irá certamente aumentar a procura de ecu's para o comércio internacional, em substituição do dólar. Desta forma, os rendimentos globais de senhoriagem na UEM poderão permanecer significativos e, se redistribuídos pelos estados-membros, podem compensar pelo menos parcialmente a perda da

⁹. De acordo com este autor, aqueles países onde a base monetária é relativamente grande e inelástica, e onde a dívida pública é muito elevada (e o seu serviço requer uma pressão significativa sobre os impostos), não podem aderir à UEM. Nesta situação, prescindir das receitas de senhoriagem iria exacerbar a ineficiência da tributação. Contudo, esta discussão, que entra no âmbito das teorias da fiscalidade óptima, sai já um pouco dos objectivos desta dissertação.

¹⁰. Por exemplo, os impostos sobre os rendimentos das pessoas podem criar distorções sobre a oferta de trabalho. Para além disso, é necessário considerar também os custos administrativos associados ao cálculo e cobrança dos impostos e também a possibilidade de fenómenos de evasão fiscal.

senhoriagem nacional acima referida. No entanto, Cohen e Wyplosz (1989) afirmam que o valor desta senhoriagem “externa” não será muito elevado¹¹, assemelhando-se às receitas antes obtidas pelos países europeus ao nível nacional.

De acordo com o estabelecido no Tratado de Maastricht, depois de concretizada a UEM as receitas de senhoriagem serão recebidas pelo Banco Central Europeu, que as redistribuirá pelos estados-membros em proporção das suas participações no capital daquela instituição¹². Por sua vez, estas participações serão calculadas com base no peso relativo da população e do PIB de cada país, no total comunitário¹³. Coloca-se assim a questão de averiguar se, e quais os países que poderão ser beneficiados com esta distribuição das receitas de senhoriagem, o que exige novamente alguns pressupostos sobre a evolução de determinadas variáveis.

Quadro 3: Previsão de distribuição das receitas de senhoriagem do Banco Central Europeu.

	% Pop.	% PIB	Peso (BCE)	Senhoriagem ¹ (antes UEM)	Senhoriagem ¹ (na UEM)	Diferença ¹
Alemanha	23,3	29,4	26,3	0,56	0,50	- 0,06
Bélgica	2,9	3,2	3,0	0,56	0,53	- 0,03
Dinamarca	1,5	2,1	1,8	0,56	0,47	- 0,09
Espanha	11,2	7,5	9,3	0,56	0,70	+ 0,14
França	16,6	19,6	18,1	0,56	0,51	- 0,05
Grécia	3,0	1,2	2,1	0,56	1,00	+ 0,44
Holanda	4,4	4,8	4,6	0,56	0,54	- 0,02
Irlanda	1,0	0,7	0,9	0,56	0,68	+ 0,12
Itália	16,7	15,5	16,1	0,56	0,58	+ 0,02
Luxemburgo	0,1	0,2	0,1	0,56	0,47	- 0,09
Portugal	2,7	1,2	1,9	0,56	0,92	+ 0,36
Reino Unido	16,7	14,6	15,6	0,56	0,60	+ 0,04

Nota: 1. Em percentagem do PIB

Fonte: Cálculos efectuados com base em dados de Commission des Communautés Européennes (1994a).

11. Com base em cálculos muito simples, concluem que a procura de ecu's gerada pelo comércio mundial irá crescer a uma taxa de cerca de 0,75% do PIB comunitário, por ano.

12. Art.º 32.º.5. do Protocolo relativo aos estatutos do SEBC e do BCE.

13. De acordo com o estabelecido no Art.º 29.º.1. do mesmo Protocolo.

Partindo do princípio de que, em 1996, o rácio das receitas de senhoriagem sobre o PIB será igual a 0,56 em todos os estados-membros (como vimos no quadro anterior), e continuará a sê-lo depois do início da terceira fase da UEM, podemos construir um quadro de distribuição das novas receitas de senhoriagem pelo BCE. O quadro 3 apresenta a participação relativa dos países comunitários no capital do BCE, com base em valores actuais da população e do PIB, utilizando-a para estimar a distribuição relativa dos lucros do banco por todos os estados-membros.

Como podemos verificar no quadro, a Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda serão os países mais beneficiados com a nova distribuição das receitas de senhoriagem na Europa, se compararmos com o cenário de convergência atrás analisado. Esta conclusão resulta do facto daqueles serem os países em que a parcela de participação no capital do BCE é superior ao peso do seu PIB no total comunitário, o que se verifica sobretudo nos casos da Grécia e de Portugal. Além disso, podemos também verificar que as perdas dos outros países não são muito significativas, uma vez que o seu PIB *per capita* nunca é muito superior às médias comunitárias. Contudo, apesar dos resultados do quadro indicarem que as receitas de senhoriagem do Banco Central Europeu irão compensar as perdas de receitas em todos os estados-membros, é conveniente não esquecer que o cenário de comparação resultou de determinadas hipóteses de evolução que, a não verificarem-se, originariam resultados bastante diferentes (comparar, por exemplo, com o cenário 2 do quadro 2).

1.1.2. Níveis de tributação

A crescente integração dos mercados europeus de factores de produção e de bens e serviços, resultante sobretudo da concretização do programa do Mercado Único Europeu de 1992, implicará necessariamente a perda de autonomia nacional nas decisões sobre a tributação e o fornecimento de bens e serviços públicos. As bases de tributação do capital e, com menor intensidade, do trabalho e dos produtos, irão ficando cada vez mais sensíveis às diferenças entre as taxas de imposto intra-comunitárias. Por outro lado, à medida que os níveis de tributação convergem, os níveis de despesas públicas terão de os acompanhar, nomeadamente por forma a cumprir os limites aos défices definidos em Maastricht. Esta menor independência poderá provocar efeitos significativos sobre a dimensão futura dos orçamentos nacionais.

A manutenção de grandes diferenças entre os níveis de tributação dos estados-membros poderá promover fenómenos de evasão fiscal e de migração das bases de imposição, devido à sua maior mobilidade, tornada possível com a abertura das fronteiras internas da Comunidade. Esta

crescente mobilidade estimulará um acréscimo de concorrência entre os estados-membros, em termos da oferta de condições fiscais mais atractivas para as bases de tributação mais móveis.

A consequência final desta situação poderá ser uma diminuição geral dos níveis de tributação nacionais, na ausência de uma coordenação (por exemplo, com a negociação de limites mínimos para as taxas de imposto) ou harmonização da fiscalidade entre os países, podendo agravar os problemas orçamentais (défice e dívida pública) em alguns estados-membros devido à consequente perda de receitas. Por outro lado, se a opção dos governos for no sentido de uma diminuição das suas despesas para responder àquela diminuição nas receitas, isso constituirá um sinal positivo de disciplina orçamental, embora com o risco dos cortes orçamentais serem efectuados em áreas importantes como o investimento público.

Para além disso, a convergência nos níveis de tributação pode ser também necessária por razões administrativas. Com o desaparecimento do risco de variações cambiais e o fim dos controlos aduaneiros, a manutenção de diferenças significativas, por exemplo, nas taxas dos impostos indirectos (como o imposto sobre o valor acrescentado - Iva), ou sobre os rendimentos de capitais, poderão incentivar a mobilidade dos bens e serviços em busca de lucros adicionais, potenciando situações de arbitragem (sobretudo, em relação ao Iva, nas zonas fronteiriças) e incitando a evasão fiscal (D. Neven (1990)).

Cientes destas inevitáveis pressões para a uniformização dos níveis de tributação, os responsáveis comunitários começaram a sugerir, há já alguns anos, a necessidade de uma harmonização fiscal negociada entre todos os estados-membros. Contudo, quer a harmonização seja conseguida através de negociações entre os estados-membros ou através das forças de mercado, o processo de integração europeia irá certamente reduzir as margens de manobra das políticas orçamentais nacionais.

No entanto, todas estas questões dependerão essencialmente do grau de mobilidade dos factores de produção, das empresas e dos produtos que se irá verificar na Comunidade. Com efeito, aquelas pressões para a convergência nos níveis de tributação não terão a mesma intensidade em todos os domínios, uma vez que os aumentos de mobilidade dentro da união monetária, decorrentes da liberalização dos mercados, não terão o mesmo grau de importância, por exemplo, em termos da movimentação da mão-de-obra, comparativamente à mobilidade dos capitais ou dos bens e serviços com custos de transporte mais reduzidos.

Molle e Mourik (1988) mostram que, apesar da progressiva eliminação das barreiras legais às transferências de mão-de-obra dentro da Comunidade, a tendência tem sido para uma diminuição dos movimentos migratórios entre os estados-membros. Na Europa, em termos

médios, apenas cerca de 2% do emprego total é ocupado por estrangeiros, o que coloca algumas dúvidas sobre a possibilidade de um grau significativo de mobilidade do trabalho. Além disso, os seus estudos empíricos indicam que a mobilidade do factor trabalho é estimulada sobretudo pela integração dos mercados e por diferenças de rendimentos (salários), mas que é restringida por diferenças culturais e pela distância geográfica.

Outros autores têm comparado a mobilidade do trabalho na Europa com o que sucede noutras uniões monetárias. Eichengreen (1990c), por exemplo, analisou as medidas de dispersão das taxas de desemprego no interior dos Estados Unidos e na Europa, concluindo que a dispersão é muito superior na Comunidade. Com efeito, a opinião generalizada é a de que a mobilidade do factor trabalho nunca será muito forte dentro da Europa, relativamente, por exemplo, ao que sucede nos EUA¹⁴. Esta diferença pode ser explicada por motivos culturais, linguísticos, de deficiências no mercado de habitação¹⁵, níveis de protecção social elevados que não incentivam a mobilidade, entre outros. Além disso, numa Europa que enfrenta taxas de desemprego bastante elevadas, os países certamente não quererão acolher grandes migrações de mão-de-obra. Contudo, o mesmo não sucederia em relação às empresas, pois a concorrência irá certamente aumentar para atrair novos investimentos.

Apesar de tudo, diferentes taxas de imposto sobre os rendimentos do trabalho poderão provocar alguma deslocação de certas categorias de mão-de-obra para países com um tratamento fiscal mais favorável. O mesmo poderá suceder em relação à tributação sobre as empresas, devido à liberdade de estabelecimento inerente à concretização do mercado único europeu. Com efeito, os incentivos à mobilidade serão certamente mais fortes para as empresas e para determinadas categorias de mão-de-obra mais especializada.

Contudo, todos os efeitos acima referidos podem por vezes compensar-se entre si, originando pequenas alterações em termos globais. Por exemplo, uma menor carga fiscal sobre as empresas poderá ser compensada por uma maior tributação sobre os rendimentos do trabalho, que aumenta os custos da mão-de-obra. Por outro lado, como veremos na secção seguinte, um menor nível de impostos implicará necessariamente uma redução na oferta de bens e serviços públicos, o que terá de ser ponderado pelos agentes económicos. Convém também referir que a

¹⁴. Apesar de, ao contrário da opinião generalizada, alguns autores (é o caso de, por exemplo, Sala-i-Martin e Sachs (1992)) afirmarem que a mobilidade do factor trabalho não é muito elevada nos Estados Unidos. Case et al. (1993), afirmam que os dados oficiais demonstram que em 1985 apenas 8,7% dos americanos residiam em estados diferentes daqueles onde viviam em 1980. A parcela da população que mudou de estado por motivo de diferenças de impostos e/ou despesas públicas, é presumivelmente muito menor. Isto significa que as pressões para a uniformização fiscal, por motivos de deslocação da mão-de-obra, não são muito significativos.

¹⁵. Estas deficiências impedem também, por vezes, a mobilidade dentro dos próprios países (Sala-i-Martin e Sachs (1992) e Bureau e Champsaur (1992)).

avaliação pelas empresas terá de ser feita em termos de impostos líquidos de subsídios, pois muitos países compensam a sua maior exigência em termos de tributação com um conjunto de subsídios à produção, para atrair o investimento externo e para incentivar o desenvolvimento de determinados sectores da economia.

Em relação aos impostos sobre os rendimentos de capitais, o seu maior grau de mobilidade, resultante da eliminação do risco de câmbio e da liberalização dos movimentos de capitais, constituirá um importante obstáculo à capacidade de qualquer estado-membro exigir taxas de imposto muito diferentes dos seus parceiros, sem ter de se confrontar com problemas de evasão fiscal. Uma possível solução a esta fuga à tributação seria o estabelecimento de um acordo internacional sobre regras ou taxas de imposto¹⁶, ou então para a declaração dos rendimentos de capitais às autoridades competentes.

Wyplosz (1991) analisou também o problema da evasão fiscal para países fora da união monetária. Por um lado, as instituições financeiras externas terão uma maior facilidade em oferecer contas em ecu's, livres do risco de câmbio, do que em todas as diferentes divisas nacionais, o que incentivaria a saída de capitais. Por outro lado, uma zona monetária de maior dimensão estará certamente em melhor posição para negociar acordos com os chamados "paraísos fiscais", pois tem menos a perder em termos de diversificação de risco e apresenta uma maior capacidade de satisfazer internamente as necessidades de obtenção e concessão de empréstimos.

Um estudo de Eichengreen (1990a), bastante citado nas análises posteriores, tenta analisar as consequências da união monetária europeia sobre a independência fiscal dos seus estados-membros, por comparação com o que sucede nos Estados Unidos. Os quadros 4 e 5 apresentam os níveis de tributação directa e indirecta exigidos, respectivamente, nos países europeus e em diferentes regiões norte-americanas.

A diferença entre a terceira e a segunda coluna indica a percentagem de impostos que são cobrados a nível regional e local, evidenciando a grande disparidade existente entre a Alemanha, onde representam cerca de 50,4% do total de impostos, e Portugal, onde representam apenas cerca de 3,2% do total. Na quarta coluna temos o total de impostos (incluindo as contribuições para a segurança social), que apresentam uma grande divergência, variando bastante entre os 31,1% do PIB em Portugal¹⁷ e os 50% do PIB na Dinamarca. Na última coluna do quadro

¹⁶. É interessante notar que as autoridades comunitárias têm sublinhado sobretudo a importância de harmonizar os impostos indirectos, embora os argumentos para harmonizar os impostos sobre os rendimentos de capitais pareçam mais sólidos (Spahn (1993)).

¹⁷. Embora, neste caso, os dados remontem a 1981.

apresentam-se dados mais actualizados (1990 e 1991), que mostram que apesar de se ter já verificado alguma aproximação nos níveis de tributação dos países comunitários, persistem ainda algumas discrepâncias importantes, traduzidas nos valores dos indicadores de dispersão.

Quadro 4 - Níveis de tributação na Europa, em 1986.

	(% PIB)				
	Impostos Gov. Central		Impostos consolidados ¹	Imp. consolid ¹ (+ Seg. Social)	
	directos	totais		1986	1991
Alemanha	5,1 ^m	12,4 ^m	25,0	41,1	40,6
Bélgica	16,6 ^M	27,4	29,6	44,0	47,2 ⁴
Dinamarca	16,3	34,8 ^M	48,5 ^M	50,0 ^M	49,9 ⁴
Espanha	5,8	13,4	19,5 ^m	31,3	35,3 ⁴
França	7,8	20,0	24,2	43,0	43,9
Grécia	5,6	20,3	22,2	34,0	n.d.
Holanda	13,4	23,9	25,4	44,7	47,6
Irlanda ³	14,8	31,6	32,8	40,6	37,5 ⁴
Itália	12,3	20,9	22,0	34,4	39,8
Luxemburgo ³	16,7	28,6	34,1	46,6	35,6
Portugal ²	7,0	21,2	21,9	31,1 ^m	35,7 ⁴
Reino Unido	15,0	27,2	31,2	38,2	35,0
Média	11,37	23,48	28,03	39,92	40,74
Desvio padrão	4,52	6,51	7,65	5,90	5,30
Coef. variação	0,40	0,28	0,27	0,15	0,13

Notas: ¹. central, regional e local; ². dados referentes a 1981; ³. dados referentes a 1984; ⁴. dados de 1990; M.máximo; m.mínimo.

Fonte: Eichengreen (1990a), p. 133 e Eurostat (1993) (para a última coluna).

Como podemos verificar pela análise dos dois quadros, o conjunto da carga fiscal sobre as empresas e sobre os indivíduos apresenta algumas diferenças entre as regiões americanas, embora menores que as verificadas entre os países europeus, o que nos permite avançar dois tipos de conclusão. Por um lado, o menor grau de divergência entre os estados americanos parece mostrar que a inexistência de risco cambial, e a integração plena dos mercados, diminui a independência fiscal nacional, contribuindo para uma aproximação da carga tributária. Contudo, por outro lado, a persistência de algumas diferenças no nível de tributação entre as várias regiões dos Estados Unidos mostra que a concorrência fiscal não provoca, necessariamente,

uma uniformização absoluta do nível de tributação dentro de uma união monetária.

Quadro 5: Peso dos impostos estaduais nos EUA.

	(% do rendimento pessoal)			
	Impostos sobre o rendimento individual (1)	Impostos sobre as empresas (2)	(1) + (2)	Total de receitas de imposto
New England	2,2	0,9	3,0	6,7
Middle Atlantic	2,7	0,6	3,3	6,5
East N. Central	2,0	0,6	2,6	6,5
West N. Central	2,0	0,4	2,4	6,3
South Atlantic	1,8	0,4	2,2	7,0
East S. Central	1,1	0,4	1,6	6,9
West S. Central	0,5	0,1	0,6	6,8
Mountain	1,5	0,3	1,8	7,6
Pacific	2,2	0,7	3,0	9,8
Média	1,8	0,5	2,3	7,1
Desvio padrão	0,6	0,2	0,8	1,0
Coef. variação	0,34	0,43	0,35	0,14

Fonte: Eichengreen (1990a), p. 155.

Com efeito, mesmo depois da total liberalização dos mercados e da concretização da união monetária, permanecem alguns factores que podem permitir a manutenção de algumas diferenças nos níveis de tributação. Por um lado, a mobilidade dos factores implica alguns custos, que terão de ser comparados com os ganhos decorrentes da passagem para uma jurisdição com um tratamento fiscal mais favorável. Por outro lado, uma tributação mais pesada pode ser facilmente suportada, sem fuga das bases de imposição, desde que estas beneficiem de um maior nível de despesas do Estado (em educação e formação profissional, construção de infraestruturas, subsídios à produção, benefícios sociais, etc.), proporcionado por aquele maior nível de receitas.

Para além disso, mesmo depois de concretizada a UEM, as diferenças entre os estados europeus poderão permanecer mais elevadas do que entre os estados americanos, devido sobretudo à menor mobilidade do factor trabalho dentro da Europa. Esta maior lentidão de ajustamento do mercado de trabalho europeu enfraquece as pressões para a convergência dos níveis de tributação sobre os rendimentos das pessoas, dos sistemas de segurança social e das

transferências sociais para as famílias.

Assim, apesar do exemplo americano mostrar que, em mercados completamente integrados, existirá uma certa pressão para uma maior harmonização dos níveis de tributação, isso não obriga necessariamente a uma igualização absoluta das taxas de imposto. Por outro lado, e para contrariar as pressões do mercado, os governos nacionais podem cooperar para limitar a intensidade da concorrência fiscal, nomeadamente através de acordos sobre limites mínimos para as taxas de imposto.

1.1.3. Despesas públicas em bens e serviços

Os critérios de convergência orçamental definidos em Maastricht pressupõem uma progressiva aproximação dos valores dos défices do sector público entre os países comunitários, conseguida em muitos casos através de um saldo primário equilibrado ou superavitário. Esta convergência nos valores dos défices implica que a tendência futura progrida para um nível de despesas públicas directamente comandado pelo nível de receitas de impostos arrecadadas. Isto significa que, como analisámos na secção anterior, se existir uma harmonização fiscal entre os estados-membros, isso provocaria também, necessariamente, uma harmonização nos níveis relativos de despesa pública¹⁸. Assim, os países com dívidas públicas mais elevadas terão de destinar grande parte das receitas dos impostos para o serviço da dívida (quadro 6, no ponto seguinte), o que poderá resultar num fornecimento insuficiente de bens e serviços públicos.

Por outro lado, o aumento das pressões concorrenciais sobre certos tipos de despesas públicas poderá ter efeitos positivos, se obrigar o sector público a aumentar a sua eficácia nesses sectores, de forma a reduzir os gastos sem prejudicar muito os benefícios do seu fornecimento (sector público administrativo, educação e formação profissional, infraestruturas económicas, serviços de saúde, etc.). Contudo, a pressão para a diminuição das despesas públicas poderá causar alguns problemas aos países economicamente mais atrasados da Comunidade, pois são estes que apresentam uma maior necessidade de bens públicos fundamentais. Para atingir um maior grau de convergência com os estados-membros mais desenvolvidos, aqueles países teriam de efectuar um maior volume relativo de despesas públicas. As restrições causadas pela concorrência fiscal e pelos critérios de Maastricht, poderão impedir esta situação, levando os países, por exemplo, a tentar beneficiar das despesas públicas dos seus parceiros.

¹⁸. Pelo menos em termos de valor actual, uma vez que, em princípio, os países poderiam reservar-se o direito de escolha do padrão temporal das suas despesas, o que lhes é negado pela necessidade de cumprir os critérios de convergência orçamental (Glick e Hutchison (1993)).

Com efeito, um factor importante a considerar tem a ver com o fornecimento de bens e serviços públicos que geram externalidades importantes para os outros países, como é o caso das despesas em vias de comunicação, educação e formação profissional, investigação e desenvolvimento, gastos com a preservação do ambiente, etc.. Existe uma preocupação crescente dos países europeus com o nível deste tipo de despesas públicas apresentadas pelos seus parceiros, dado que elas constituem cada vez mais um bem público na UEM (Ploeg (1991)). Na realidade, alguns países podem ser tentados a procurar beneficiar de níveis mais elevados de bens públicos oferecidos pelos seus parceiros, sem ter de suportar os seus custos. Como veremos mais à frente, a solução para esta questão poderá passar por uma centralização do fornecimento deste tipo de bens (através de um orçamento central de maior dimensão) ou por uma coordenação formal e negociada entre todos os estados-membros. De outra forma, o equilíbrio não cooperativo poderá resultar num sub-fornecimento destes bens públicos.

Case et al. (1993), tentaram verificar, para os Estados Unidos, se as despesas públicas de um determinado estado, são afectadas pelo nível de despesas dos outros estados mais próximos (proximidade definida não apenas em termos geográficos, mas também em termos económicos e demográficos). A sua conclusão é a de que o nível de gastos públicos, *per capita*, é positiva e significativamente afectado pelos níveis de despesa dos seus “vizinhos”, mesmo depois de descontados os efeitos individuais sobre as despesas de cada estado, os efeitos anuais (que podem afectar todos os estados no mesmo ano, sistematicamente) e os choques correlacionados entre os estados. Em termos quantitativos, verificam que o aumento de um dólar nas despesas dos estados mais próximos, *ceteris paribus*, provoca um aumento de 70 cêntimos nas suas próprias despesas. Contudo, os padrões de interdependência nas despesas públicas não são os mesmos para todas as categorias de gastos. A magnitude, e até mesmo o sinal, do impacto das despesas de um estado sobre os outros, podem variar bastante consoante as diferentes categorias de bens.

Estas conclusões estão de acordo com os resultados obtidos por Glick e Hutchison (1993) que, comparando alguns grupos de países situados em diferentes patamares de integração económica e monetária, concluem que as divergências nos níveis de despesas públicas são menos acentuadas nas uniões monetárias. No entanto, os seus resultados indicam também a possibilidade de persistirem algumas diferenças entre os estados-membros, sobretudo em termos do seu padrão temporal de despesas, sugerindo a possibilidade de se manter uma considerável discricionariedade na condução das políticas orçamentais de curto prazo nas uniões monetárias.

Relativamente ao peso do sector público na economia, nada de definitivo se pode concluir. Por

um lado, como vimos na secção anterior, a concorrência fiscal constitui uma pressão para a diminuição das taxas de imposto em todos os países, traduzindo-se num estímulo para a diminuição da dimensão orçamental dos vários governos. Por outro lado, o aumento da concorrência no lado da oferta de bens e serviços públicos teria um efeito contrário, estimulando o crescimento dos orçamentos. Desta forma, não é muito claro o efeito líquido da menor independência orçamental sobre o peso futuro do sector público na economia.

1.1.4. Despesas com o serviço da dívida

Uma das consequências da UEM será certamente a descida e a convergência das taxas de juro em toda a Comunidade, o que beneficiará os países que apresentam hoje taxas de juro muito elevadas e com uma grande parcela das suas despesas públicas consagrada ao serviço da dívida. Com efeito, e como podemos verificar no quadro 6, alguns dos países que apresentam grandes montantes de dívida pública registam já superávites primários significativos. Contudo, os encargos com os juros da dívida acumulada são ainda muito elevados, situação agravada com o aumento da dívida pública nos últimos anos, consequência da recessão que afectou a Europa.

Quadro 6: Encargos com os juros da dívida nos países comunitários em 1993.

	Dívida Pública	Défice orçamental	Saldo primário	Juros da dívida
Alemanha	47,6	-4,2	-0,8	3,5
Bélgica	138,4	-7,4	3,7	11,1
Dinamarca	78,5	-4,4	3,1	7,5
Espanha	55,6	-7,2	-2,2	5,0
França	44,9	-5,9	-2,2	3,7
Grécia	113,6	-15,5	-0,5	15,0
Holanda	83,1	-4,0	2,3	6,3
Irlanda	92,9	-3,0	4,2	7,3
Itália	115,8	-10,0	2,0	12,0
Luxemburgo	10,0	-2,5	-1,7	0,8
Portugal	69,5	-8,9	-1,3	7,6
Reino Unido	53,2	-7,6	-4,5	3,1

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a).

A união monetária, ao eliminar o risco de câmbio entre os seus estados-membros, facilitará uma maior integração dos mercados financeiros europeus, aumentando o grau de substituíbilidade dos activos financeiros. Este alargamento dos mercados de colocação dos títulos de dívida pública permitirá aos governos um financiamento crescente dos seus défices, sem terem de enfrentar grandes aumentos das taxas de juro reais (Bovenberg et al. (1991)). Com efeito, um mercado de capitais mais vasto, numa moeda comum, pode tornar as taxas de juro menos sensíveis à posição orçamental do país. Por outro lado, as taxas de juro nominais e reais podem também ser mais baixas se a moeda comum exibir uma maior estabilidade do nível de preços

Em contrapartida porém, o acesso dos agentes económicos privados a uma variedade superior de aplicações financeiras alternativas aos títulos de dívida pública interna, a que estavam antes limitados, pode aumentar a taxa de juro exigida a esses títulos, se existirem suspeitas de possíveis ameaças à solvabilidade. Além disso, os governos já não terão um acesso privilegiado aos seus mercados financeiros, onde impunham por vezes elevadas taxas de reserva legal às instituições financeiras, parte das quais sob a forma de títulos de dívida pública.

As proibições de financiamento dos défices pelo banco central, e de acesso privilegiado do sector público às instituições financeiras, irá assegurar que os governos não abusem do potencial de financiamento daquelas instituições. Estas proibições podem aumentar os custos de financiamento do sector público, devido ao desaparecimento de mecanismos que aumentavam artificialmente a procura por dívida pública pelas instituições financeiras, pelo banco central e pelos agentes económicos privados.

No entanto, em termos gerais os diferentes autores consideram que existe uma maior probabilidade da UEM implicar uma descida das taxas de juro sobre a dívida pública para todos os estados-membros, desde que os mercados financeiros não duvidem da capacidade das autoridades em cumprir as suas obrigações. Os mercados apenas exigirão taxas mais elevadas, incentivando a disciplina orçamental, se recearem a possibilidade dos governos, actuais ou futuros, não terem capacidade para servir e amortizar a dívida.

Na realidade, a descida das taxas de juro nominais, mercê da diminuição das taxas de inflação, não terá efeitos muito significativos, pois será compensada pela menor depreciação do valor real dos títulos de dívida. Contudo, espera-se também uma diminuição das taxas de juro reais, dado o desaparecimento dos prémios de risco de câmbio e do risco de depreciação esperada dessa dívida (devido à impossibilidade dos governos recorrerem a uma inflação surpresa).

1.2. EXTERNALIDADES DAS POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

A actividade económica do sector público, e o seu maior ou menor grau de intervenção na economia, tem sido alvo de inúmeras análises teóricas, nomeadamente no que se refere às implicações que a política orçamental de um determinado país possa ter sobre as outras economias. Há alguns anos, os autores discutiam as implicações das políticas orçamentais dos Estados Unidos e os efeitos que teriam sobre os outros países, nomeadamente os europeus, argumentando-se que os grandes défices orçamentais americanos eram os principais responsáveis pelas altas taxas de juro reais verificadas na Europa. Actualmente, com a perspectiva de concretização da União Económica e Monetária entre os países comunitários, muita literatura tem surgido sobre as suas implicações a nível orçamental¹⁹, tanto no que se refere às externalidades que possam surgir entre os diferentes estados-membros, como nas suas relações com países terceiros.

Em termos globais, podemos verificar que a influência do sector público na actividade económica pode ser exercida a diversos níveis:

- do ponto de vista do agente económico individual, o seu comportamento microeconómico é afectado, por um lado, porque os bens públicos fornecidos pelo Estado entram directamente na sua função de utilidade e, por outro lado, porque os impostos utilizados para financiar as despesas do governo e as transferências financeiras para as famílias, entram directamente na restrição orçamental individual;
- na perspectiva da economia como um todo, as actividades do governo absorvem recursos da economia e fornecem bens de consumo e de produção aos agentes económicos privados. Desta forma, o governo altera o montante de recursos disponíveis para o sector privado e a disponibilidade de bens públicos pode alterar o padrão intertemporal das escolhas de consumo e produção privada;
- por fim, do ponto de vista do resto do mundo, as actividades do governo transmitem-se internacionalmente através dos seus efeitos directos e indirectos sobre os mercados mundiais de bens e de capitais.

¹⁹. A análise destes dois casos é efectuada, como é evidente, em dois contextos completamente diferentes. Enquanto no primeiro caso os países se encontram ligados por taxas de câmbio flexíveis, no segundo caso situamo-nos num contexto de taxas de câmbio fixas.

Nesta secção da dissertação vamos analisar sobretudo este último canal de transmissão das actividades do sector público, tendo sempre presente contudo, a sua influência sobre o comportamento microeconómico dos agentes privados e as suas repercussões na própria economia nacional.

Com efeito, um dos aspectos mais evocados no debate actual sobre o papel das políticas orçamentais num contexto de União Monetária é precisamente o das externalidades, ou seja, a forma como os efeitos dessas políticas são transmitidos de um país para outro, em função do regime cambial. Por detrás do Relatório Delors e, posteriormente, do Tratado de Maastricht, encontra-se a ideia de que, na ausência dos critérios orçamentais obrigatórios ali definidos, existiria o perigo de alguns estados-membros da Comunidade Europeia terem a tendência para desprezar os efeitos causados por défices orçamentais muito elevados, o que originaria externalidades bastante negativas para os restantes estados-membros. Daí que se imponha, desde logo, uma análise detalhada dos mecanismos de interdependência internacional das políticas orçamentais, num contexto de câmbios fixos e livre circulação de capitais.

Ao longo dos últimos anos, com a crescente integração das economias mundiais, aumentou a preocupação em analisar a forma como uma determinada política económica, e neste caso uma política orçamental, de um país afecta os outros países. O desenvolvimento da econometria e da teoria macroeconómica, com um aprofundamento dos seus fundamentos microeconómicos, permitiu explorar mais intensamente este campo de análise, não só no que respeita aos aspectos estabilizadores de curto prazo da política orçamental, mas também aos seus efeitos estruturais de mais longo prazo. Contudo, a crescente complexidade do padrão das ligações económicas dentro desta economia mundial interdependente, resultou numa enorme variedade de modelos de análise dos mecanismos de transmissão, nem sempre com resultados perfeitamente claros e coincidentes.

Num primeiro ponto da secção, começamos por analisar os canais de transmissão das externalidades num contexto de curto prazo, com base num modelo tipo Mundell-Fleming, onde a economia se apresenta em subemprego e os preços e salários são rígidos. Neste horizonte temporal, os efeitos da política orçamental transmitem-se através dos fluxos comerciais e das alterações na taxa de juro comum. Este tipo de análise começou a ser utilizado, sobretudo, devido à crescente integração dos mercados de capitais mundiais. Com efeito, a mobilidade de capitais assumiu um importante papel na ligação das taxas de juro mundiais e, assim, na transmissão internacional dos choques.

Num modelo tipo Mundell-Fleming, com perfeita mobilidade do capital e taxas de câmbio flexíveis, um aumento nos gastos públicos, financiado por títulos, terá um efeito de transmissão

positivo sobre o produto externo, uma vez que a moeda interna aprecia devido ao aumento da taxa de juro, o que provocará um crescimento das exportações dos países estrangeiros²⁰. Contudo, numa união monetária, com taxas de câmbio fixas, os efeitos de transmissão serão em princípio negativos, uma vez que a expansão orçamental aumentará a taxa de juro comum, provocando um efeito “crowding-out”²¹ em toda a zona que poderá exceder o efeito positivo causado pelo aumento das exportações dos outros países.

Para contornar algumas das limitações deste modelo, apresentamos na segunda parte da secção uma nova abordagem, baseada num modelo apresentado por Frenkel e Razin (1987) e Wyplosz (1991), que parte de uma fundamentação microeconómica e que assume uma perspectiva intertemporal do comportamento dos agentes económicos. Esta análise omite os aspectos de estabilização conjuntural, acentuando mais os aspectos de longo prazo da política orçamental. Esta especificação permitirá, por exemplo, salientar a importância da distinção entre políticas orçamentais temporárias e permanentes e entre aquelas tomadas no presente ou no futuro.

Contudo, podemos desde já referir que este modelo continua a assumir pressupostos muito simplificadores (o nível de produto é exógeno, a informação é perfeita, não há rigidez nos preços, etc.) e, ao utilizar uma estrutura analítica mais complexa que o anterior, não permite retirar conclusões tão lineares. Com efeito, como veremos, o impacto da despesa pública e do processo dinâmico de acumulação de dívida sobre os principais agregados macroeconómicos, a nível interno e externo, dependem de uma comparação entre diferentes parâmetros estruturais que caracterizam o comportamento dos agentes, originando por vezes soluções um pouco ambíguas, que necessitam de confirmação empírica. Contudo, os seus resultados básicos parecem não suscitar grande contestação²².

1.2.1. Abordagem Tradicional dos Canais de Transmissão

Para analisar a dimensão internacional das políticas orçamentais num contexto de União Económica e Monetária, começamos por utilizar uma abordagem mais tradicional da macroeconomia em economia aberta. O desenvolvimento analítico apresentado nesta secção

²⁰. Como veremos mais à frente, estas conclusões podem ser substancialmente alteradas se incluirmos o lado da oferta no modelo Mundell-Fleming, com preços flexíveis e diferente indexação salarial nos dois países.

²¹. Mecanismo pelo qual uma política orçamental expansionista pode resultar em efeitos nulos, ou mesmo negativos, sobre o nível de produto e rendimento, devido à diminuição entretanto verificada noutras componentes da procura agregada, nomeadamente no nível de investimento (devido ao aumento da taxa de juro).

²². Uma análise crítica dos resultados deste modelo encontra-se, por exemplo, nos comentários de M. Canzoneri ao artigo de Frenkel e Razin (1986), pp. 73-75.

baseia-se num modelo tipo Mundell-Fleming, apresentado por Frenkel e Razin (1987), com algumas alterações.

O objectivo é tentar averiguar os efeitos das políticas orçamentais num contexto de taxas de câmbio fixas e com um mercado de capitais mundial plenamente integrado, o que pressupõe perfeita mobilidade de capitais a nível internacional. Assume-se aqui que os preços são fixos e que os níveis de produto e emprego se ajustam em resposta a alterações na procura agregada. Consideramos que a economia mundial é constituída por apenas dois países e que cada país produz um único bem, diferenciado (o nosso país produz o bem x e a economia externa produz o bem m).

A restrição orçamental do sector privado, que requer que em cada período t o valor dos recursos à disposição de todos os agentes económicos iguale o valor dos empregos dados a esses recursos, é representada por:

$$(1) \quad Z_t + M_t - B_t^P = P_t(Y_{xt} - T_t) + M_{t-1} - (1 + r_{t-1})B_{t-1}^P$$

onde:

Z : despesa nominal

M : moeda detida pelos agentes económicos

B_t^P : valor da dívida do sector privado, emitida no período t

P : nível de preços

Y_x : nível de produto interno, real

T : nível de impostos, real

r : taxa de juro

O lado direito da equação (1) representa os recursos à disposição dos agentes económicos no período t , constituídos pelo rendimento disponível nesse período [$P_t (Y_{xt} - T_t)$] e pelo valor líquido, descontado, dos activos trazidos do período anterior [$M_{t-1} - (1 + r_{t-1}) B_{t-1}^P$]. Por sua vez, estes activos são constituídos pela moeda (M_{t-1}), líquida dos encargos com a dívida contraída anteriormente [$(1 + r_{t-1}) B_{t-1}^P$]. Para simplificar a notação, vamos passar a designar estes activos líquidos por A_{t-1} :

$$(2) \quad A_{t-1} = M_{t-1} - (1 + r_{t-1})B_{t-1}^P$$

O lado esquerdo da equação (1), por sua vez, representa a utilização daqueles recursos, o que inclui a despesa nominal (Z_t) e a moeda detida (M_t), líquidos dos empréstimos obtidos no período t (B_t^P).

Como dissemos antes, vamos aqui considerar que o nível de preços é fixo e normalizado para a unidade ($P_t = 1$). Desta forma, podemos considerar que a despesa nominal (Z_t) equivale à despesa real (E_t) e que a taxa de juro real (r_t) corresponde à taxa de juro nominal.

Vamos admitir que as funções de procura dependem positivamente dos recursos disponíveis e, negativamente, da taxa de juro:

$$(3) \quad E_t = E (Y_{xt} - T_t + A_{t-1}, r_t)$$

$$(4) \quad M_t = M (Y_{xt} - T_t + A_{t-1}, r_t)$$

Estamos também a admitir que as propensões marginais à despesa e à poupança, relativamente ao rendimento disponível ($Y_{xt} - T_t$) e aos activos (A_{t-1}), são iguais ($E_Y = E_A$). Pela lei de Walras²³, devido à restrição orçamental (1), podemos omitir a função procura de títulos (B_t^P).

Por outro lado, consideramos que os agentes económicos privados afectam a sua despesa ao consumo do bem interno (C_{xt}) e ao bem produzido no exterior (C_{mt}).

$$(5) \quad E_t = C_{xt} + p_{mt} C_{mt}$$

onde:

p_{mt} : preço relativo do bem externo em termos do bem interno ($p_{mt} = eP_t^* / P_t$)

e : taxa de câmbio nominal

Podemos assim designar a percentagem da despesa privada interna no bem produzido no exterior (importado) por $\beta_m = p_{mt} C_{mt} / E_t$.

Relativamente à economia do resto do mundo teremos equações semelhantes às anteriores, com

²³. Pela lei de Walras, se tivermos n mercados no modelo, apenas $n-1$ desses mercados são independentes. Assim, um deles pode ser eliminado, uma vez que o seu equilíbrio será assegurado pelo equilíbrio nos outros. Tradicionalmente, tal como sucede no modelo aqui apresentado, é o mercado de títulos que é eliminado, embora não exista nenhuma razão teórica que justifique esta opção. (Turnovsky (1981)).

as variáveis externas identificadas com um asterisco, e onde o nível de preços (P^*) é também normalizado para a unidade.

A análise do equilíbrio na economia mundial dependerá, obviamente, do regime cambial adoptado. De acordo com o objectivo desta dissertação, vamos aqui considerar uma situação de câmbios fixos, com perfeita mobilidade de capital. Neste contexto, a moeda interna e externa são vistas como substitutos perfeitos, no seu papel de activos. Desta forma, o equilíbrio no mercado monetário pode ser representado apenas por uma equação, onde a procura de moeda mundial iguala a oferta de moeda mundial (equação (8), a seguir apresentada).

O mesmo tipo de raciocínio pode ser aplicado ao mercado de títulos. Assumindo que o mercado mundial de capitais se encontra bastante integrado, e que os títulos são facilmente transaccionados a nível internacional, existirá uma substituição perfeita entre os títulos internos e externos. Isto implica que, em equilíbrio, estes activos auferem o mesmo rendimento real, com taxas de juro iguais em todo o espaço económico ($r_t = r_t^*$). Desta forma, o equilíbrio no mercado de títulos pode ser também representado por uma única equação, onde a procura mundial iguala a oferta mundial de títulos.

Tudo isto possibilita que a economia mundial seja caracterizada apenas por quatro mercados: mercado para o produto interno, para o produto externo, mercado monetário e mercado de títulos. Como já referimos, de acordo com a lei de Walras, podemos omitir este último.

Assim, as equações de equilíbrio de curto prazo para o modelo a dois países ficariam:

$$(6) \quad Y_{xt} = (1 - \beta_m) E(Y_{xt} - T_t + A_{t-1}, r_t) + (1 - \beta_m^g) G + \beta_x^* \bar{e} E^*(Y_{mt}^* + A_{t-1}^*, r_t)$$

$$(7) \quad \bar{e} Y_{mt}^* = \beta_m E(Y_{xt} - T_t + A_{t-1}, r_t) + \beta_m^g G + (1 - \beta_x^*) \bar{e} E^*(Y_{mt}^* + A_{t-1}^*, r_t)$$

$$(8) \quad \bar{M} = M(Y_{xt} - T_t + A_{t-1}, r_t) + \bar{e} M^*(Y_{mt}^* + A_{t-1}^*, r_t)$$

onde:

\bar{e} : taxa de câmbio nominal fixa (preço da divisa estrangeira em termos da divisa interna)

\bar{M} : oferta de moeda mundial

Y_m^* : nível de produto externo, real

β_m : parcela da despesa interna no bem importado

β_x^* : parcela da despesa externa no bem importado pelo exterior

O valor dos activos possuídos pelo exterior é medido em unidades monetárias externas, pelo que teremos neste caso:

$$(9) \quad A_{t-1}^* = M_{t-1}^* + (1 + r_{t-1})B_{t-1}^p / \bar{e}$$

Para simplificar o modelo, assumimos que as despesas do governo estrangeiro e os seus impostos são nulos. Pressupomos também que o governo interno não pode financiar a sua despesa através de criação de moeda, apenas através dos impostos ou da emissão de nova dívida pública, o que está de acordo com as orientações traçadas no Tratado de Maastricht.

As equações acima apresentadas [(6) a (8)] contém a condição de arbitragem já referida, pela qual os rendimentos dos títulos internos e externos são iguais, o que nos permite utilizar sempre a mesma taxa de juro para os dois países.

Aquele sistema de equações permite determinar os valores de equilíbrio de curto prazo de Y_x , Y_m^* e r_t (variáveis endógenas), para os valores predeterminados de A_{t-1} , A_{t-1}^* , G_t e T_t . Com ele, podemos verificar os efeitos de curto prazo de um aumento dos gastos do governo, financiados por dívida ou por impostos, sobre os níveis de produto interno e externo e sobre a taxa de juro comum.

1.2.1.1. Efeito multiplicador das despesas públicas

Para calcular os multiplicadores de curto prazo das políticas orçamentais diferenciamos o sistema de equações (6) a (8), apresentando-o na forma matricial:

$$(10) \quad \begin{pmatrix} -(s+a) & \bar{e}a^* & H_r \\ a & -\bar{e}(s^*+a^*) & F_r \\ M_y & \bar{e}M_y^* & M_r + \bar{e}M_r^* \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dY_x \\ dY_{mt}^* \\ dr_t \end{pmatrix} = - \begin{pmatrix} 1-a^g \\ a^g \\ 0 \end{pmatrix} dG + \begin{pmatrix} 1-s-a \\ a \\ M_y \end{pmatrix} dT$$

onde:

s : propensão marginal à poupança, relativamente ao rendimento ($0 < s < 1$)

[($1 - s$) é a propensão marginal à despesa]

$s = 1 - E_Y = 1 - E_A$

a : propensão marginal a importar, relativamente ao rendimento ($0 < a < 1$)

$$a = \beta_m E_Y = \beta_m E_A$$

a^g : propensão marginal a importar, relativamente aos gastos públicos ($0 < a^g < 1$)

$$a^g = \beta_m^g$$

E_Y : derivada parcial da despesa real (E) em ordem ao rendimento

E_A : derivada parcial da despesa real (E) em ordem aos activos

H_r : efeito da taxa de juro na procura mundial de bens internos

$$H_r = (1 - \beta_m)E_r + \bar{e}\beta_x^* E_r^* < 0$$

F_r : efeito da taxa de juro na procura mundial de bens externos ($F_r < 0$)

$$F_r = \beta_m E_r + \bar{e}(1 - \beta_x^*)E_r^* < 0$$

Se houver um aumento nas despesas do governo (dG), exclusivamente financiado por emissão de dívida pública (portanto, dT = 0), obteremos os seguintes multiplicadores:

$$(11) \quad \frac{dY_{xt}}{dG} = \frac{1}{\Delta} \left\{ [s^*(1 - a^g) + a^*] (M_r + \bar{e}M_r^*) + M_Y^* [F_r (1 - a^g) - a^g H_r] \right\}$$

$$(12) \quad \frac{dY_{mt}^*}{dG} = \frac{1}{\Delta \bar{e}} \left\{ (sa^g + a)(M_r + \bar{e}M_r^*) - M_Y [F_r (1 - a^g) - a^g H_r] \right\}$$

$$(13) \quad \frac{dr_t}{dG} = -\frac{1}{\Delta} \left\{ [s^*(1 - a^g) + a^*] M_Y + (sa^g + a) M_Y^* \right\} > 0$$

onde:

$$\Delta = s \left[(s^* + a^*) (M_r + \bar{e}M_r^*) + M_Y^* F_r \right] + a \left[s^* (M_r + \bar{e}M_r^*) + M_Y^* (F_r + H_r) \right] + M_Y \left[s^* H_r + a^* (F_r + H_r) \right] < 0$$

Como podemos verificar, não é possível calcular, *a priori*, o sinal das duas primeiras derivadas, pelo que este terá de ser determinado empiricamente, como veremos na última parte desta secção. Contudo, independentemente da direcção das alterações nos níveis de produto interno e externo, um aumento nos gastos do governo, financiado por dívida, aumentará sempre a taxa de juro comum. Com efeito, embora os sinais das equações (11) e (12) não sejam claramente evidentes sem conhecer o valor exacto de alguns parâmetros (nomeadamente de F_r e H_r), a equação (13) apresenta sempre um sinal positivo.

Convém contudo referir que os efeitos sobre os níveis de rendimento dependem bastante do valor assumido pela propensão marginal à importação. Com efeito, em mercados

profundamente integrados, qualquer aumento nos gastos públicos nacionais recairá bastante nos bens produzidos no exterior (Krugman (1992)). Como se pode verificar no quadro 7, a grande parcela do comércio externo dos estados-membros é intracomunitário, situação que se irá certamente acentuar no futuro, e que mostra que aqueles efeitos tenderão a transmitir-se sobretudo dentro da Comunidade. Contudo, por outro lado, verificamos também que a propensão média à importação e à exportação difere bastante entre os países, indicando que a magnitude das externalidades da política orçamental dependerá do estado-membro que activar essa política.

Analizando, por exemplo, a equação (11), podemos verificar que quanto maior for essa propensão marginal a importar, menor será o valor do multiplicador e, portanto, menor será o efeito interno de um aumento nos gastos do estado. Por outro lado, o acesso a um mercado de capitais mais vasto poderá restringir o efeito sobre a taxa de juro (sobretudo para pequenos países), reduzindo o efeito “crowding-out” internamente. Relativamente à economia externa (equação (12)), as conclusões são precisamente inversas.

Quadro 7: Comércio externo intracomunitário, em 1992.

	Importações intracomunitárias		Exportações intracomunitárias	
	% total import.	% PIB	% total export.	% PIB
Alemanha	54,7	12,4	54,1	12,8
Bélgica / Lux.	71,2	39,9	74,8	40,1
Dinamarca	55,4	12,4	54,5	14,2
Espanha	60,3	10,5	66,3	7,9
França	65,7	10,7	63,1	10,9
Grécia	62,8	18,8	64,2	8,2
Holanda	58,8	26,6	75,4	31,0
Irlanda	71,9	29,6	74,2	41,7
Itália	58,8	9,0	57,7	8,4
Portugal	73,6	26,6	74,8	16,5
Reino Unido	50,7	11,1	55,5	10,2

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a)

Se, por outro lado, o aumento nas despesas do governo for financiado exclusivamente por impostos, de forma a equilibrar o orçamento público ($dG = dT$) e obedecer à restrição orçamental e aos limites de Maastricht, obteremos os seguintes multiplicadores:

$$(14) \quad \frac{dY_{xt}}{dG} = \frac{1}{\Delta} \left\{ s \left[(s^* + a^*) (M_r + \bar{e} M_r^*) + M_Y^* \cdot F_r \right] + (a - a^g) \left[s^* (M_r + \bar{e} M_r^*) + M_Y^* \cdot (F_r + H_r) \right] + M_Y \left[s^* H_r + a^* (F_r + H_r) \right] \right\}$$

$$(15) \quad \frac{dY_{mt}^*}{dG} = \frac{a^g}{\Delta \bar{e}} \left[M_Y (F_r + H_r) + s (M_r + \bar{e} M_r^*) \right] > 0$$

$$(16) \quad \frac{dr_t}{dG} = \frac{a^g}{\Delta} (s^* M_Y - s M_Y^*)$$

Neste caso, o financiamento via impostos reflecte também os efeitos de uma redução no rendimento disponível interno sobre a procura agregada. Este efeito pode mesmo compensar a influência positiva dos gastos públicos sobre o produto interno, originando um sinal negativo na equação (14). Contudo, nesta situação, o efeito da expansão orçamental sobre o nível de produto externo é agora claramente positivo.

Quadro 8: Efeitos de um aumento nas despesas públicas, em regime de taxas de câmbio fixas e livre circulação de capitais.

Efeitos sobre	Financiamento por dívida	Financiamento por impostos
Y	+ (para um pequeno H_r)	+ (para $a^g \leq a$)
Y*	+ (para um pequeno F_r)	+
r	+	+ (para $W > 0$) - (para $W < 0$)

Nota: $W = s^* M_Y - s M_Y^*$

A análise deste modelo a dois países permite-nos, assim, verificar as características do mecanismo de transmissão internacional das políticas orçamentais nacionais, cujos resultados estão sintetizados no quadro 8, onde se sublinham as importantes implicações da escolha da

forma alternativa de financiamento orçamental. Como vimos, o principal canal de transmissão aqui em causa é a taxa de juro comum, determinada no mercado de capitais de todo o espaço económico da união monetária.

a) Começando por analisar os efeitos de um aumento na despesa pública, financiado por emissão de dívida, podemos verificar que existe sempre um aumento imediato na taxa de juro de todo o espaço económico. As consequências sobre o nível do produto, tanto a nível interno como externo, são teoricamente ambíguas, dependendo do efeito (negativo) do aumento da taxa de juro sobre a procura agregada (efeito “crowding-out”). Se esse efeito for relativamente fraco, haverá um aumento no produto interno e no produto externo. Se o efeito for significativo, poderá compensar o efeito directo do aumento nos gastos públicos sobre a procura agregada, originando níveis inferiores de produto.

Eichengreen (1993), por exemplo, considera que os efeitos macroeconómicos transfronteiriços da política orçamental são pequenos, pois tendem a ser minimizados pela interligação daqueles dois efeitos compensatórios que analisámos (o aumento interno dos gastos públicos aumenta as exportações dos outros países, mas diminui o seu nível de investimento devido à subida da taxa de juro). Na prática, segundo este autor, os dois efeitos cancelam-se mutuamente, pelo que os ganhos com a coordenação ou com a imposição de limites disciplinadores, visando atenuar estas externalidades, seriam bastante pequenos. Isto significaria que a UEM reforça mais a necessidade de um mecanismo de “seguro” do que de coordenação²⁴. Wyplosz (1991) considera também que a existência destas externalidades não justifica, por si só, a necessidade de coordenação, sendo necessário conhecer, antecipada e rigorosamente, os sinais dos efeitos de transmissão e a natureza específica dos choques.

a’) Em contrapartida, no caso de um regime de taxas de câmbio flexíveis, o aumento nos gastos públicos financiado por emissão de dívida iria estimular a procura dos bens internos e externos (devido à inexistência do efeito sobre a taxa de juro no exterior), resultando numa expansão mais evidente de ambos os produtos.

No entanto, esta conclusão pode ser completamente alterada se considerarmos o modelo de Mundell-Fleming com preços flexíveis e uma diferente indexação salarial nos países, devido ao efeito da variação cambial sobre o nível de preços. Incluindo o lado da oferta no modelo, com um bloco de preços-salários, e examinando as implicações da taxa de câmbio sobre o nível de oferta agregada, os efeitos da política orçamental poderão ser completamente diferentes, como podemos verificar rapidamente, utilizando a modelização apresentada por MacDonald (1988).

²⁴. Esta proposta será analisada detalhadamente num ponto posterior da dissertação.

Curva AS: $W = W_0 P_C^\lambda$ (I)

$$P_C = f(P_D, eP^*) \quad \text{(II)}$$

$$Y = y(L, K) \quad \text{(III)}$$

$$y_l = \frac{W}{P_D} \quad \text{ou} \quad P_D = \frac{W}{y_l} \quad \text{(IV)}$$

Curva IS: $P_D Y = P_C A(Y, i) + P_D X(q) - eP^* M(q, A)$ (V)

Curva LM: $\frac{M}{P_C} = (i, Y)$ (VI)

onde: W: taxa de salário nominal

P_C : índice de preços no consumidor

P_D : índice de preços do valor acrescentado internamente

λ : parâmetro que indica o grau de “ilusão monetária”

$\lambda = 0$ - existe ilusão monetária. Os trabalhadores estabelecem um objectivo para o salário nominal (W_0)

$\lambda = 1$ - não existe ilusão monetária. Os trabalhadores estabelecem um objectivo para o salário real (W_0)

L, K : factor trabalho e factor capital

y_l : produtividade marginal do factor trabalho

A: nível de absorção interna

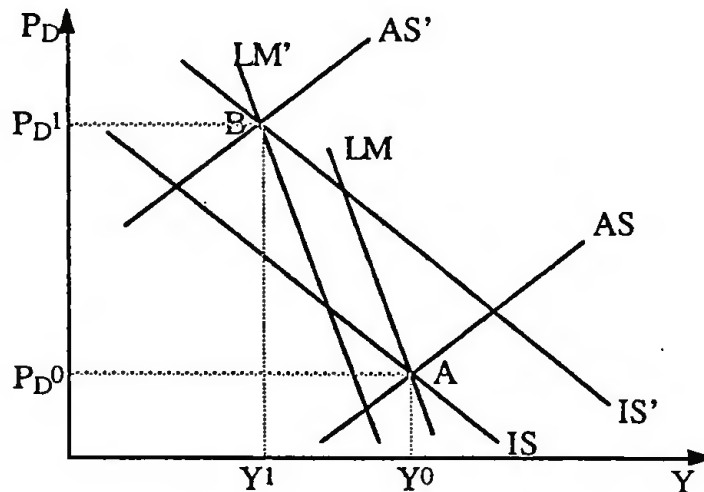
X, M : exportações e importações

$q = eP^*/P_D$: taxa de câmbio real

Desenhando as curvas no gráfico 1, e considerando que o ponto A representa uma situação inicial de equilíbrio na Europa, vejamos o que sucede na sequência de uma expansão orçamental nos Estados Unidos (com política monetária contraccionista). De acordo com a evidência empírica encontrada por Branson e Rotemberg (1980)²⁵, pressupomos que os EUA se caracterizam por rigidez nos salários nominais ($\lambda = 0$) e a Europa por rigidez nos salários reais ($\lambda = 1$).

²⁵. Citados em MacDonald (1986), p. 266.

Gráfico 1: Efeitos na Europa de uma expansão orçamental nos Estados Unidos.



A expansão orçamental nos EUA eleva a sua taxa de juro, o que atrai capitais da Europa, depreciando a nossa taxa de câmbio. Isto resultará numa deslocação da curva IS para a direita (pois o aumento de competitividade dos bens internos aumenta a procura pelo bem produzido internamente (eq. V)), numa deslocação da curva LM para a esquerda (pois a depreciação reduz o valor real dos saldos monetários, exigindo uma descida do rendimento, para valores fixos de i e P_D (eqs. II e VI)), e numa deslocação da curva AS para a esquerda (o aumento de P_C (eq. II) faz com que os trabalhadores europeus exijam um maior salário nominal (não há ilusão monetária), o que aumenta os custos reais dos produtores, que diminuem a sua oferta de produtos, para um valor fixo de P_D).

O equilíbrio final, no ponto B, verifica-se a um nível inferior de produto (Y^1) e a um nível superior dos preços internos (P_{D^1}). Esta pode ser a caracterização do que se verificou entre os EUA e a Europa na primeira metade dos anos oitenta, que provocou uma recessão nos países europeus, agravada pelo facto de, para combater as pressões inflacionistas, estes países terem adoptado políticas desinflationistas que acentuaram a recessão.

b) Por outro lado, e voltando ao modelo anterior, se o aumento na despesa pública for financiado por impostos, verificar-se-á sempre um aumento final na procura do produto externo. Com efeito, ao contrário do que sucede num regime de câmbios flutuantes, onde a taxa de câmbio deprecia o suficiente para manter o equilíbrio do nível de produto externo, o regime de câmbios fixos não possui este mecanismo de isolamento. Relativamente ao nível de produto interno, a sua variação relativa dependerá da diferença entre as propensões a importar, pública (a_p) e privada (a).

Contudo, convém notar que se a análise precedente estiver a ser conduzida para o caso de um pequeno país, as conclusões poderão resultar ligeiramente diferentes. Com efeito, numa pequena economia, com fraca capacidade para influenciar os mercados de capitais, a taxa de juro pode ser considerada fixa, ou seja, determinada exogenamente. Neste contexto não se verificará o mecanismo de “crowding-out” em toda a zona monetária, provocado por alterações na taxa de juro comum.

Em resumo, foi aqui identificado um primeiro canal de interdependência das políticas orçamentais, através dos efeitos sobre a taxa de juro. Como vimos, o crescimento do défice orçamental num dos países pertencentes à União Monetária impõe aos restantes membros uma externalidade adversa, sob a forma de um aumento na taxa de juro comum. Se cada estado-membro tiver tendência a ignorar o custo assim imposto aos seus parceiros, poderão verificar-se políticas orçamentais demasiadamente expansionistas. Esta conclusão constituiu uma das justificações para impor restrições à independência orçamental, conforme aponta o Tratado de Maastricht.

1.2.1.2. Insuficiências deste modelo

Como já foi referido antes, este modelo é bastante simples e baseia-se numa abordagem tradicional dos efeitos da política orçamental. Assim, podemos apontar-lhe alguns defeitos ou insuficiências que, contudo, não irão afectar sobremaneira as conclusões gerais já apontadas e que são, de certa forma, confirmadas pela análise dos estudos empíricos, efectuada no final desta secção.

Em primeiro lugar, uma característica deste modelo é a falta de fundamentos microeconómicos que estão na base do comportamento dos agentes económicos públicos e privados, e que constituem hoje um importante campo de desenvolvimento da teoria macroeconómica. Por outro lado, não foi aqui prestada qualquer atenção às restrições orçamentais intertemporais, o que implica, por exemplo, que o sector privado ao determinar o nível e composição da sua despesa, poupança e carteira de activos, não incorpora explicitamente as consequências intertemporais das políticas governamentais sobre as suas decisões.

Examinemos, por exemplo, um aumento nos gastos do governo, financiado por emissão de dívida. Se considerarmos a restrição orçamental intertemporal do governo verificamos que, para servir a dívida contraída e manter a sua solvência, o governo terá necessariamente de diminuir os gastos ou aumentar os impostos no futuro. Isto deveria ser incluído no comportamento dos agentes económicos privados, que vêm diminuir a sua riqueza dada a previsível diminuição

nos rendimentos disponíveis futuros.

De forma a ultrapassar estas insuficiências, apresenta-se a seguir um modelo intertemporal para análise dos efeitos internacionais de um aumento nos gastos do sector público, num horizonte temporal mais alargado.

1.2.2. Abordagem Intertemporal dos Canais de Transmissão

Analisemos agora os canais de transmissão dos efeitos das políticas orçamentais de um determinado país sobre os restantes estados membros de uma união monetária, através de uma abordagem intertemporal. O enquadramento analítico utilizado baseia-se no modelo apresentado por Frenkel e Razin (1987), sintetizado em Wyplosz (1991), de que se apresentam aqui apenas as conclusões principais. Trata-se de um modelo de equilíbrio geral, caracterizado por mercados de capitais plenamente integrados, onde os agentes económicos se comportam racionalmente e onde as políticas orçamentais do sector público se encontram limitadas por uma restrição de solvência intertemporal.

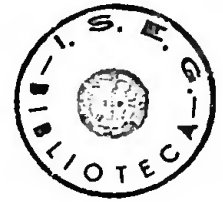
Ao contrário do que sucedia no ponto anterior, este modelo adopta agora uma óptica de longo prazo. Assim, num contexto de união monetária, caracteriza-se por uma igualização das taxas de juro reais nos diferentes países membros, pelo menos para os activos na mesma classe de risco. Desta forma, ignora os efeitos de mais curto prazo, como é o caso, por exemplo, dos efeitos riqueza. Assume também que os preços relativos (e os salários reais) são flexíveis, encontrando-se o produto ao nível de pleno emprego.

Este modelo parte de uma sólida fundamentação microeconómica para estabelecer a modelização do comportamento macroeconómico, o que permite uma melhor aproximação ao comportamento real dos agentes económicos. Possibilita também, por exemplo, uma distinção entre as políticas orçamentais temporárias e permanentes de um determinado governo.²⁶

Para facilitar o raciocínio, vamos dividir o horizonte temporal em apenas dois períodos, o momento presente ($t=0$) e o futuro ($t = 1, 2, \dots$), em cujas variáveis, por conveniência, não vamos colocar índice. Assim, ao agregar o futuro num único período composto, é necessário calcular o valor actual dos diversos fluxos, para o que se utiliza uma taxa de juros “média”, incluída no factor de desconto.

²⁶. Para uma análise mais aprofundada destes fundamentos microeconómicos utilizar, por exemplo, Varian (1993), cap.º 10.

O agente económico individual procura maximizar a sua utilidade intertemporal, resolvendo o seguinte problema:



$$(17) \quad \text{Maximizar } U(C_0, G_0, C_1, G_1) \approx U(C_0, G_0) + \delta U(C, G)$$

sujeito à restrição:

$$(18) \quad W_0 = C_0 + \phi^P C = (Y_0 - T_0) + \phi^P(Y - T) - (1 + r_{-1}^P)B_{-1}^P$$

onde:

δ : factor de desconto

W_0 : riqueza total inicial

C : consumo privado

G : gastos do governo

Y : rendimento total

T : nível de impostos

ϕ^P : valor actual do factor de desconto aplicado ao sector privado

r^P : taxa de juro de mercado, aplicada ao sector privado

B^P : dívida do sector privado

Como é habitual, a função de utilidade (17) exhibe utilidades marginais decrescentes, sendo portanto uma função côncava. A equação (18) representa a restrição individual intertemporal e indica que a soma, em valor actual, do consumo privado intertemporal deve igualar a diferença entre o rendimento disponível intertemporal, em valor actual, e a dívida privada inicial $(1 + r_{-1}^P)B_{-1}^P$.

A restrição orçamental do governo pode assumir a forma:

$$(19) \quad G_0 = B_0^g + T_0 - (1 + r_{-1}^g)B_{-1}^g$$

$$(20) \quad G = T - \frac{1}{\phi^g} B_0^g$$

onde:

B^g : dívida do sector público

$(1 + r_{-1}^g)B_{-1}^g$: compromisso de dívida anterior do sector público

A restrição orçamental do sector público (19) diz-nos que, em cada período, as despesas do governo devem ser financiadas por impostos ou por emissão de dívida. A condição de solvência (20) implica que no último período, toda a dívida deve ser paga sem se proceder à emissão de nova dívida²⁷.

A equação (19) apresenta a possibilidade da taxa de juro de mercado aplicável ao governo ser diferente da aplicável ao sector privado, por razões que veremos mais à frente. Desta forma, a restrição orçamental do sector público encontra-se especificada em termos de valor actual do factor de desconto aplicável ao governo (ϕ^g) e não em termos de (ϕ^p).

Se juntarmos as duas equações (19) e (20), obtemos a restrição orçamental intertemporal:

$$(21) \quad G_0 - T_0 = \phi^g(T - G) - (1 + r_{-1}^g)B_{-1}^g$$

Por sua vez, se considerarmos que os agentes económicos privados, perfeitamente informados, incorporam correctamente a restrição orçamental do governo (21) na sua própria restrição (18), teremos, após algumas arrumações de conveniência:

$$(22) \quad C_0 + \phi^p C = (Y_0 + \phi^p Y) - (G_0 + \phi^p G) - (\phi^g - \phi^p)(G - T) + \\ + (r_{-1}^p - r_{-1}^g)B_{-1}^g - (1 + r_{-1}^p)B_{-1}$$

onde B_{-1} : dívida externa da economia ($B_{-1} = B_{-1}^p + B_{-1}^g$)

Vejamos então, o efeito de um aumento no défice orçamental provocado, por exemplo, por uma diminuição em T_0 (que originará necessariamente, no futuro, um aumento em T ou uma diminuição em G , de forma a respeitar a restrição orçamental intertemporal do governo (21)).

Vamos aqui ignorar a chamada Proposição de Equivalência Ricardiana²⁸, rejeitada por muitos

²⁷. Exclui-se, assim, a possibilidade de verificação dos denominados esquemas "Ponzi", ou seja, o financiamento da dívida, indefinidamente, através da emissão de nova dívida.

²⁸. Hipótese de que o perfil temporal dos impostos necessários para financiar um determinado fluxo de despesas do governo não tem qualquer efeito na restrição orçamental intertemporal dos agentes e, assim, nas suas decisões de despesas reais ou decisões de poupança. A dívida pública não é considerada riqueza privada, uma vez que os agentes económicos saberiam que a teriam de pagar inteiramente no futuro.

autores por falta de fundamentação empírica. Para tal, reconhece-se que os agentes económicos privados, por possuírem um horizonte de vida finito, enfrentam a possibilidade de não pagar os impostos que lhes serão eventualmente cobrados, para financiar os empréstimos públicos agora contraídos. Assim, a dívida pública é, pelo menos em parte, riqueza privada, o que contraria aquela proposição.

Como os agentes económicos podem morrer antes de pagarem inteiramente as suas dívidas, eles irão confrontar-se com taxas de juro superiores às aplicadas a instituições “imortais” como o Estado.²⁹ Assim, a equação (22) mostra que, se por razões de vida finita o factor de desconto aplicável ao sector público excede o factor de desconto aplicável ao sector privado ($\phi^g > \phi^p$), então o défice irá aumentar a riqueza do sector privado, alterando assim o equilíbrio real do sistema.

$$(23) \quad \frac{\partial W}{\partial T} = \phi^g - \phi^p > 0 \quad \text{ou} \quad \frac{\partial W}{\partial G} = -\phi^g < 0$$

O oposto sucederia no caso ($\phi^g < \phi^p$). Por outro lado, se considerássemos correcta a Proposição de Equivalência Ricardiana, teríamos os factores de desconto e a taxa de juro privadas e públicas iguais ($\phi^g = \phi^p$ e $r_{-1}^g = r_{-1}^p$), pelo que a actuação orçamental do governo não influenciaria o comportamento dos agentes económicos privados, deixando inalterado o equilíbrio real do sistema.

Uma das características de uma união monetária é a tendência para a igualização das taxas de juro nos diferentes estados-membros, por várias razões: por um lado, existe uma grande integração dos mercados financeiros e uma plena mobilidade dos capitais; por outro lado, verifica-se a tendência para as taxas de inflação se aproximarem e permanecerem mais ou menos estáveis, a um nível reduzido. Assim, uma política orçamental tomada num determinado país irá alterar as taxas de juros em toda a União, afectando a actividade económica de todos os estados-membros.

Se considerarmos que este pequeno modelo representa toda a união monetária, podemos verificar quais serão os efeitos em toda a zona económica da aplicação de uma política orçamental expansionista num dos seus membros. Faremos a análise separadamente para o caso

²⁹ Para fazer esta distinção, Wyplosz (1991) inclui no factor de desconto do sector privado um determinado parâmetro γ , que representa a probabilidade de estar vivo no próximo período ($0 < \gamma < 1$). Assim, o factor de desconto do sector público seria diferente do factor de desconto do sector privado, como suposemos antes.

de uma acção orçamental temporária e permanente.

a) Uma expansão orçamental temporária num determinado país fará aumentar a procura, à taxa de juro inicial. Considerando neste modelo um nível de oferta fixo³⁰, a forma de sustentar aquele excesso de procura será através de um aumento na taxa de juro, de modo a reduzir a riqueza privada, e assim a sua despesa. Isto acontece sempre, quer a expansão orçamental resulte de um aumento dos gastos públicos ou de uma diminuição dos impostos, quer seja financiado por obtenção de empréstimos ou por impostos.³¹

Com efeito, o excesso de procura manter-se-ia mesmo que os impostos cobrados ao sector privado aumentassem, para financiar a despesa pública. Isto porque o aumento dos impostos iria reduzir a procura privada de bens num montante menos que proporcional ao aumento da procura pública, uma vez que a propensão marginal a consumir do sector privado é inferior à unidade.

O aumento verificado na taxa de juro irá transmitir os efeitos da política orçamental expansionista ao resto do mundo. A taxa de juro mais elevada diminui o valor dos rendimentos disponíveis externos, e portanto diminui a riqueza externa, alterando o nível de consumo. Assim, um aumento temporário nos gastos correntes do governo terá um efeito “crowding-out” em todos os países da união monetária. Como é evidente, a amplitude deste efeito dependerá da dimensão relativa do país expansionista no conjunto da UEM.

Fora do contexto da união monetária, com taxas de câmbio flexíveis ou facilmente ajustáveis, o canal de transmissão acima descrito seria bloqueado por uma apreciação real da moeda do país expansionista, que seria o único a suportar os custos da subida da taxa de juro.

b) No caso de uma acção orçamental permanente, o efeito global sobre as taxas de juro já não é muito evidente. Uma expansão orçamental permanente é caracterizada por um aumento permanente nas despesas, actuais e futuras, do sector público, que terão de ser necessariamente financiadas por impostos. Assim, a necessidade de diminuir a riqueza e despesa privadas para eliminar o excesso de procura de bens fica logo (pelo menos parcialmente) satisfeita, uma vez que a riqueza é imediatamente diminuída pela expectativa de aumento permanente dos impostos.

³⁰. Estamos aqui a considerar uma situação de longo prazo, com o pressuposto do produto se encontrar ao nível de pleno emprego. Num modelo keynesiano, tipo IS/LM, existe a possibilidade do produto aumentar, aliviando assim a pressão para a subida da taxa de juro.

³¹. Se considerarmos aqui o papel da moeda, poderá existir uma menor tendência para o aumento da taxa de juro. Com uma oferta nominal de moeda constante, um aumento dos preços iria também reduzir a riqueza privada e a despesa, aliviando, embora não eliminando totalmente, a pressão sobre as taxas de juro. Por outro lado, se o Banco Central “acomodar” o aumento dos preços, regressamos ao caso acima descrito.

Neste caso, a questão principal é conseguir descortinar se esta diminuição de riqueza é suficiente para restabelecer o equilíbrio no mercado de bens (a taxa de juro não se altera), se é insuficiente (a taxa de juro aumenta) ou se é demasiada (a taxa de juro diminui). O resultado final dependerá do “timing” dos aumentos de impostos e da relação entre a taxa de juro, a taxa de preferência temporal e o parâmetro que indica a probabilidade de estar vivo.

1.2.2.1. Efeitos sobre os preços relativos da União Monetária

Se alargarmos o modelo anterior a dois países pertencentes a uma União Monetária, com dois bens transaccionáveis, podemos analisar outro possível canal de transmissão das políticas orçamentais, através dos termos de troca (preço relativo dos bens importáveis em termos dos bens exportáveis). Consideremos o bem \underline{x} , produzido internamente e exportável, e o bem \underline{m} , produzido externamente e importável. Os consumidores privados e os governos de ambos os países adquirem os dois bens mas, como os gostos diferem entre esses países, os padrões de consumo podem ser diferentes.

As duas equações de equilíbrio do sistema, que garantem a igualdade entre a procura e a oferta em cada um dos países, são (as variáveis com asterisco representam o outro país) :

$$(24) \quad Y_{x0} = (1 - \beta_m)(1 - \Omega\gamma)W_0 + \beta_x^*(1 - \Omega\gamma)p_0 W_0^* + (1 - \beta_m^g)G_0 + \beta_x^{g*} G_0^*$$

$$(25) \quad Y_{m0}^* = \beta_m(1 - \Omega\gamma)\frac{W_0}{p_0} + (1 - \beta_x^*)(1 - \Omega\gamma)W_0^* + \beta_m^g G_0 + (1 - \beta_x^{g*})G_0^*$$

onde:

Y_x : produto interno

Y_m : produto externo

β_m : propensão interna a adquirir o bem produzido no exterior

β_x^* : propensão externa a adquirir o bem produzido internamente

β_m^g : percentagem da despesa pública interna no bem produzido no exterior

β_x^{g*} : percentagem da despesa pública externa no bem produzido internamente

G : despesa pública interna total

G^* : despesa pública externa total

γ : probabilidade de estar vivo no próximo período

$\Omega = 1/(1+\delta)$, onde δ é a taxa de preferência temporal

p : preço relativo do bem externo relativamente ao bem interno ($p_x = p_{m,t} / p_{x,t}$)

Nas equações (24) e (25), a despesa privada, interna e externa, é proporcional à riqueza, uma especificação da teoria do rendimento permanente nos modelos intertemporais³². Essa proporção depende, por exemplo, do parâmetro γ : probabilidade de estar vivo no próximo período (como é evidente pela expressão, se $\gamma = 0$, toda a riqueza seria consumida imediatamente).

Neste caso, não são tão claros os efeitos das políticas orçamentais. Se considerarmos que a expansão orçamental é apenas temporária, o efeito sobre os termos de troca é, à partida, ambíguo. Contudo, se assumirmos um comportamento de preferência pelo bem produzido no próprio país, isto é, se a propensão interna for superior à propensão externa para adquirir o bem produzido internamente ($1 - \beta_m > \beta^* x$), o resultado é normalmente o de uma melhoria dos termos de troca do país expansionista. Isto acontece porque o preço do bem produzido internamente (e preferido para consumo interno) aumenta, relativamente ao preço do bem produzido noutra local da União. Por outro lado, se a expansão orçamental for considerada como permanente, não se conseguem tirar conclusões muito claras quanto ao sinal dos efeitos sobre os termos de troca.

Comparando os efeitos que se desenrolam numa união monetária com o que sucederia num contexto de câmbios flexíveis, verificamos que a grande diferença reside no canal de transmissão das alterações nos preços relativos. Enquanto que na ausência de câmbios fixos, as alterações nos preços relativos resultariam sobretudo do ajustamento da taxa de câmbio, numa união monetária apenas os preços se irão alterar. Neste sentido, podemos afirmar que os custos de ineficiência aumentam na união monetária, devido aos custos de ajustamento de todos os preços internos ("menu costs"). Por outro lado, se considerarmos os efeitos sobre os preços relativos entre o conjunto da união monetária e o resto do mundo, voltamos à primeira situação, em que o canal de transmissão se centra na taxa de câmbio, como veremos a seguir.

1.2.2.2. Efeitos sobre os preços externos

Por último, podemos analisar também os efeitos da política orçamental sobre o comportamento económico dos países externos à união monetária. Para tal, vamos utilizar o mesmo modelo, considerando agora o país em questão como sendo a união monetária e o país externo como o

³². Uma análise pormenorizada do processo de agregação das funções de comportamento individual pode ser encontrada, por exemplo, em Frenkel e Razin (1987), cap. 10.

conjunto dos países não pertencentes a essa união. Neste caso, estamos agora a trabalhar com um modelo de câmbios flexíveis.

Nesta situação, uma expansão orçamental temporária num estado-membro, conduzirá normalmente a uma apreciação na taxa de câmbio real da união monetária (melhoria dos termos de troca), com efeitos prejudiciais na sua balança de transacções correntes global. A magnitude dessa apreciação será, como é evidente, proporcional ao peso relativo do país que toma essa acção, relativamente à união monetária como um todo. Na ausência dessa união, os efeitos permaneceriam limitados ao país expansionista.

Como podemos verificar, o canal de transmissão em causa é um pouco diferente do accionado no exemplo anterior. Dentro da zona monetária, os termos de troca do país expansionista melhoram porque o preço do bem por ele produzido tem um aumento relativamente superior ao preço do bem produzido externamente. Em contrapartida, relativamente ao resto do mundo, os termos de troca melhoram devido à apreciação da moeda da união no seu conjunto.

Em resumo, este segundo modelo permite-nos identificar novos canais de interdependência das políticas orçamentais no seio de uma União Monetária. Enquanto no ponto anterior, a transmissão dos efeitos das políticas orçamentais era feita exclusivamente através da taxa de juro, este modelo realça também os mecanismos de transmissão através da variação dos termos de troca, tanto em termos internos como em relação a países terceiros.

Começamos então por considerar este canal de transmissão, através dos efeitos sobre os termos de troca no interior da união. Enquanto num regime de câmbios flutuantes ou facilmente ajustáveis, as pressões para a alteração nos preços relativos podem traduzir-se em modificações nas paridades cambiais, num regime de câmbios fixos elas traduzir-se-ão necessariamente por variações nos níveis de preços relativos entre os dois países (diferentes taxas de inflação). Daqui resulta um risco suplementar de ajustamento ineficaz pelas quantidades, devido à rigidez de preços e salários, gerador de desemprego e desinvestimento.

Neste caso contudo, esta externalidade não se encontra necessariamente ligada a políticas orçamentais expansionistas, podendo resultar apenas de diferentes orientações económicas nos estados-membros da união (Wyplosz (1991)). Desta forma, a resposta mais apropriada para combater este tipo de externalidades poderia não ser tanto uma restrição rigorosa aos défices e dívida pública, mas antes um reforço da coordenação orçamental, em resposta a determinados choques económicos particulares.

Por último, um outro canal de transmissão das políticas orçamentais pode ser visto em termos das alterações nos termos de troca (e na Balança de Transacções Correntes) entre a união

monetária, no seu conjunto, e o resto do mundo. Neste caso, mais uma vez, a tónica não parece ser tanto a necessidade de impor limites obrigatórios ao crescimento dos défices e dívida, sendo mais razoável apontar para a desejabilidade de um reforço da coordenação orçamental.

Como conclusão, podemos verificar que a existência destas externalidades, originadas por uma possível indisciplina orçamental por parte de alguns estados membros, provoca nos restantes países a vontade de tentar controlar as acções orçamentais dos seus parceiros. Com efeito, se é indesejável ter por exemplo taxas de juro reais muito elevadas, os países da união monetária, que terão de partilhar a mesma taxa de juro, quererão limitar as políticas orçamentais demasiadamente expansionistas de qualquer parceiro. Daí a proposta de estabelecer limites quantitativos rígidos a essa expansão.

Relativamente às externalidades dos termos de troca, elas não implicam necessariamente uma restrição aos défices e às dívidas dos estados membros. Neste caso, Wyplosz (1991), por exemplo, defende que o óptimo seria uma coordenação das políticas orçamentais, com a possibilidade de aplicação de medidas discricionárias quando existisse a necessidade de uma resposta coordenada a determinados choques económicos.

1.2.3. Verificação empírica

Como vimos, os sucessivos aperfeiçoamentos do modelo de Mundell-Fleming produzem conclusões menos claras, à medida que os canais de transmissão se vão tornando mais complexos³³, originando uma crescente incerteza quanto à magnitude, e até mesmo aos sinais, dos efeitos das políticas orçamentais. Contudo, as conclusões básicas do modelo mais simples parecem ser, em princípio, suportadas por estimativas empíricas e simulações efectuadas com o auxílio de modelos macroeconómicos. Apesar dos modelos existentes diferirem um pouco nas suas estimativas dos efeitos, em termos gerais eles são unânimes em indicar que a sua amplitude não é muito significativa.

As simulações de um estímulo orçamental (financiado por emissão de dívida), efectuadas pelo modelo “Multimod”, do Fundo Monetário Internacional, e pelo modelo “Quest”, da Comissão das Comunidades, mostram que, por exemplo, um aumento das despesas públicas num estado-membro da UEM provoca subidas no nível de produto desse país mas tem um efeito negativo ou muito reduzido sobre os seus parceiros, como se pode verificar no quadro 9. O quadro

³³ Como se pode verificar em Frenkel e Razin (1987), que apresentam uma evolução bastante completa deste tipo de modelos.

apresenta os efeitos de curto prazo (1.º ano) sobre o nível de produto e de taxas de juro em quatro países comunitários.

Quadro 9: Efeitos de curto prazo de um aumento nas despesas públicas em 2% do PIB (Multimod e Quest)

Modelos:	MULTIMOD		QUEST
	origem do estímulo orçamental		
	Alemanha	França	Alemanha
PIB:			
Alemanha	1,6	-0,16	2,1
França	0	1,6	0,14
Itália	0	-0,08	0,18
Reino Unido	-0,02	-0,1	0,34
Taxas de juro:			
Alemanha	0,18	0,14	1,5
França	0,18	0,14	1,5
Itália	0,18	0,14	1,5
Reino Unido	0,18	0,14	1,5

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1990a).

Por outro lado, um aumento nas despesas públicas nos Estados Unidos ou no Japão, cujas moedas funcionam num regime de câmbios flutuantes, ou administrados, provoca, normalmente, uma expansão no nível de produto dos outros países (Masson e Taylor (1993)). Isto significa que o regime de câmbios fixos causa uma certa “internalização” dos efeitos expansionistas dos estímulos orçamentais³⁴, tendo efeitos negativos nos outros países devido ao aumento da taxa de juro comum.

Contudo, os efeitos da expansão orçamental não parecem ser muito fortes na UEM, devido aos efeitos de sinal contrário provocados pelo aumento das importações e pelo aumento da taxa de juro. O modelo Quest (apenas para o caso alemão) confirma os resultados obtidos com o Multimod, em termos da pequena amplitude dos efeitos da expansão orçamental. Apesar de tudo, convém ter alguma prudência na interpretação destes resultados. Como referem Gros e

³⁴. A não ser que existam relações comerciais muito fortes ou uma elevada capacidade utilizada.

Thygesen (1992), estes modelos não são de absoluta confiança, uma vez que foram construídos com base em dados dos anos 70 e 80. A crescente integração dos mercados europeus e a concretização da União Económica e Monetária irão afectar radicalmente algumas relações macroeconómicas fundamentais, tornando muito difícil, neste momento, estimar correctamente os efeitos.

Com efeito, qualquer análise empírica terá de se basear, necessariamente, sobre o comportamento passado das variáveis macroeconómicas, podendo assumir uma pequena relevância, por exemplo, na análise da futura UEM na Europa. Isto tem a ver com a verificação da denominada “crítica de Lucas”: os parâmetros estruturais dos modelos econométricos alteram-se quando há modificações da política económica, nomeadamente devido à consequente adaptação dos comportamentos dos agentes económicos. Esta questão apresenta uma renovada importância no caso de uma alteração tão profunda da estrutura económica, como é a participação numa união monetária.

2. POLÍTICA ORÇAMENTAL COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIZAÇÃO

Uma das principais preocupações normalmente associadas à futura União Económica e Monetária na Europa, está ligada aos possíveis custos de ajustamento na absorção de choques económicos assimétricos. A concretização da UEM implicará a perda da taxa de câmbio nominal e, conseqüentemente, da independência nacional em termos da política monetária, como instrumentos tradicionais da política económica nacional. Assim, e na presença de rigidez nos preços e salários, o sistema de paridades fixas dentro da Comunidade impedirá os estados-membros de utilizarem a taxa de câmbio para proceder a determinados ajustamentos necessários nos preços relativos.

A vantagem da flexibilidade na taxa de câmbio nominal tem a ver com a possível necessidade de ajustamento da taxa de câmbio real, em resposta a um choque negativo sobre a economia, que provoque um desequilíbrio na balança de transacções correntes e no nível de produto e emprego. Na verdade, se os preços e salários fossem perfeitamente flexíveis ajustariam por si só a taxa de câmbio real, sem ser necessário recorrer a alterações na taxa de câmbio nominal. Contudo, esta está longe de ser a situação actual na Comunidade. Com relativa rigidez de preços e salários no curto prazo, os câmbios fixos não permitem um ajustamento adequado, sobretudo aos choques temporários (Cohen e Wyplosz (1989)). Assim, uma combinação de choques assimétricos e transitórios será muito difícil de solucionar numa união monetária, sem a utilização activa de outros instrumentos.

Coloca-se assim a questão de analisar quais os instrumentos de estabilização que os governos poderão vir a utilizar para combater os choques que afectem as suas economias, na ausência do instrumento cambial. Aqueles instrumentos serão tão mais importantes, quanto menor for a capacidade da UEM em aumentar não só a flexibilidade dos preços e salários reais, mas também a mobilidade dos factores de produção, sobretudo do trabalho. Por outro lado, a capacidade de influenciar o nível da procura agregada, e de alterar a taxa de câmbio real, será tão mais necessária quanto maiores forem as diferenças estruturais entre os países, e quanto mais assimétricos forem os choques que os afectem.

Se os choques forem comuns, e com um impacto simetricamente distribuído por todos os estados-membros, poderá ser suficiente a implementação de respostas simétricas da política económica. Com efeito, os regimes de câmbios fixos podem ter algum sucesso no combate a

choques que atingem todos os membros de forma semelhante, uma vez que evitam os esforços antagónicos, ineficazes e prejudiciais, para alterar as taxas de câmbio entre os países da zona. Por outro lado, se os choques forem assimétricos, os estados-membros poderão sentir a falta de alguma flexibilidade cambial. Se os choques se distribuírem assimetricamente entre os países, ou se forem específicos³⁵ a um determinado estado-membro, existirá a necessidade de implementar respostas assimétricas da política económica. A política monetária agregada poderá estabilizar os choques simétricos mas não os choques assimétricos. Coloca-se assim, desde logo, a necessidade de conhecer exactamente a natureza dos choques que afectam a Comunidade e a forma e velocidade como as diferentes economias reagem, nomeadamente por comparação com outras uniões monetárias já existentes.

No entanto, na prática podem surgir algumas dificuldades em identificar exactamente os choques de natureza assimétrica. Esta questão deve-se sobretudo devido à impossibilidade de quantificar directamente os choques, sendo necessário observar os seus efeitos sobre algumas variáveis endógenas da economia (por exemplo, o nível de produto e de emprego)³⁶. Contudo, o problema é que estas variáveis são também influenciadas pelas medidas de política económica, pelo que os seus movimentos divergentes podem reflectir tanto a existência de choques assimétricos exógenos, como a prossecução de diferentes políticas económicas nacionais. Assim, por exemplo, é difícil distinguir se determinados choques são pequenos ou se foram as políticas económicas, automáticas ou discricionárias, que já reduziram os seus efeitos sobre aquelas variáveis endógenas. O mesmo sucede, por exemplo, se existir um elevado grau de mobilidade dos factores de produção, que pode absorver em larga medida os efeitos dos choques, não os deixando reflectir totalmente no nível de produto e de emprego.

Uma outra medida para calcular o grau de assimetria dos choques económicos, é a verificação do desvio-padrão das taxas de câmbio reais (pelo diferencial de inflação entre as diferentes regiões), utilizada, por exemplo, em Eichengreen (1990c). Contudo, mantem-se aqui o problema de diferenciar se uma menor variabilidade das taxas de câmbio reais significa uma pequena exposição a choques assimétricos, ou se o ajustamento foi conseguido por meio de outros mecanismos.

Toda esta análise é enquadrada no âmbito da teoria da integração monetária e, mais concretamente, no conceito de zona monetária óptima (ZMO), introduzido por Robert Mundell

³⁵. Um choque específico tem impacto directo apenas sobre o país considerado, sendo portanto, assimétrico. Um choque comum pode ter efeitos semelhantes (simétricos) em todos os países, ou pode provocar reacções diferenciadas (assimétricas) nesses países, devido a diferenças nas suas condições iniciais, nas suas estruturas económicas, no comportamento dos agentes, nas preferências das autoridades económicas, etc..

³⁶. Este tipo de análise pode ser encontrado, por exemplo, em DeGrawe e Vanhaverbeke (1991).

no início dos anos 60. O seu objectivo era determinar o tipo de área geográfica que poderá beneficiar da fixação irreversível das taxas de câmbio, ponderando assim os prováveis custos associados à perda da taxa de câmbio como instrumento de ajustamento. De acordo com aquele autor, o principal atributo de uma ZMO seria a grande mobilidade dos factores de produção, que permitiria uma menor necessidade de variações cambiais para corrigir os desequilíbrios externos.

As contribuições de Mundell (1961) foram seguidas por uma série de artigos que procuravam esclarecer o domínio óptimo de uma zona monetária: McKinnon (1963) acentuou o grau de abertura das economias que irão constituir a zona; para Ingram³⁷, os países deviam apresentar um elevado grau de integração financeira, o que ajudaria a financiar os desequilíbrios externos; Kenen defendeu que a diversificação das estruturas produtivas fornecia um bom isolamento aos choques; Fleming sublinhou a necessidade dos países apresentarem taxas de inflação semelhantes. Todas estas abordagens tradicionais, baseadas num só critério (“one criteria approach”), começaram a ser abandonadas no final dos anos 60, nomeadamente porque entravam muitas vezes em contradição quanto à optimalidade de uma determinada zona monetária, sendo portanto inconclusivos. Uma abordagem alternativa, inspirada em Mundell e McKinnon mas desenvolvida no início dos anos 70, optou pela análise comparativa do conjunto dos custos e benefícios da participação numa união monetária (“benefit-cost approach”). Contudo, esta abordagem não conseguiu também reunir o consenso dos diferentes autores, sobretudo devido às dificuldades em quantificar, ponderar e comparar os diferentes benefícios e custos de adesão à zona monetária, tendo sido progressivamente abandonada nos anos posteriores.

Esta análise ganhou uma nova importância nos últimos anos, sobretudo depois da perspectiva de concretização da União Económica e Monetária na Europa. Contudo, as diferentes análises da questão das ZMO continuam a não ser coincidentes, apesar da abordagem actual ter passado sobretudo para a análise da natureza dos choques económicos que afectam os diferentes estados-membros e para a forma como os países reagem a esses choques, como veremos a seguir.

Com efeito, os custos de abandonar a autonomia na condução das políticas monetária e cambial, dependem sobretudo da natureza dos choques a que os países participantes na união monetária estão sujeitos. Assim, existem alguns factores que permitem avaliar o grau relativo de exposição das economias à incidência de choques assimétricos, e a sua maior ou menor

³⁷. Os três autores seguintes são citados num “survey” de Tavlas (1994), sobre a teoria da integração monetária.

capacidade de absorção desses choques, com vista a reequilibrar os mercados sem suportar elevados custos de ajustamento. A análise destes factores revela sempre um certo grau de incerteza e desacordo entre os autores, na medida em que assenta em determinadas perspectivas de evolução económica dos estados-membros, sendo normalmente complementada por comparações com as uniões monetárias existentes.

- Em primeiro lugar, e como já referimos, a impossibilidade de ajustar a taxa de câmbio nominal pode ser compensada se existir uma grande flexibilidade dos preços e dos salários. Desta forma, a taxa de câmbio real seria directamente alterada pela variação nos preços relativos, possibilitando um rápido ajustamento aos choques sobre a economia. Por exemplo, um choque negativo sobre as nossas exportações exigiria uma diminuição nos salários, de forma a alterar os preços relativos e, assim, restituir competitividade à economia, reequilibrando o nível de produto e emprego. Contudo, não existe ainda uma grande flexibilidade destas variáveis, pelo menos no curto prazo, não conseguindo assim substituir perfeitamente a taxa de câmbio nominal como instrumento de ajustamento. Apesar disso, os estudos comunitários apontam para que a UEM consiga melhorar automaticamente a flexibilidade do mercado de trabalho, sobretudo ao nível salarial³⁸.

Eichengreen (1990c) verificou que as variações nas taxas de câmbio reais são cerca de três a quatro vezes mais pronunciadas entre a Alemanha e os restantes países comunitários (não considerou a Dinamarca e o Luxemburgo), do que entre o Nordeste e outras três regiões norte-americanas, sugerindo uma maior exposição a choques assimétricos na Europa³⁹. Esta maior necessidade de ajustamento das taxas de câmbio reais pode significar que os países europeus precisam de uma maior flexibilidade nas taxas de câmbio nominais “para que as variações nestas taxas coordenem os ajustamentos no nível de preços entre as regiões”. Quanto mais variáveis forem as taxas de câmbio reais, mais motivos existem para a flexibilidade cambial.

- O grau de especialização produtiva das diferentes economias é outro dos determinantes principais da intensidade de incidência dos choques. Com efeito, existirá uma menor imunidade aos choques externos se os países apresentarem uma grande especialização na produção, do que se tiverem estruturas industriais semelhantes, produzindo todos os mesmos bens. Isto implica que os choques sectoriais (por exemplo sobre a indústria informática, têxtil ou sobre a indústria automóvel), terão um maior efeito a nível regional, criando novos problemas de ajustamento e

³⁸. Commission des Communautés Européennes (1990a), p. 160.

³⁹. O autor chega à mesma conclusão comparando a correlação entre os índices de cotações das Bolsas de Paris e Dusseldorf e das Bolsas de Toronto e Montreal (a correlação entre as Bolsas canadianas é mais elevada).

conduzindo a diferentes taxas de crescimento regional do produto e do emprego, dentro da união monetária.

Parece existir um consenso generalizado de que, actualmente, a Europa apresenta um grau de especialização regional da produção significativamente menos acentuado do que as federações existentes, sobretudo por comparações efectuadas com os Estados Unidos⁴⁰. É importante saber agora se a concretização da UEM, aproximando o funcionamento da economia comunitária ao que sucede naqueles países, irá também conduzir a um maior grau de especialização produtiva regional na Europa ou se, pelo contrário, cada estado-membro irá manter uma estrutura diversificada de produção.

O relatório “*Marché unique, monnaie unique*”⁴¹ apresenta uma visão optimista desta questão, afirmando que existem, e se irão manter, muitas semelhanças entre a estrutura industrial dos países comunitários, que apresentam hoje um elevado grau de diversificação na produção⁴². Defende também que o processo de integração do mercado dos produtos irá aumentar as oportunidades de um maior nível de comércio intra-industrial, o que levará a que as estruturas industriais nacionais se vão assemelhando cada vez mais ao longo do tempo, reduzindo a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos. Um argumento apresentado para suportar esta ideia é que a integração dos mercados de bens e serviços diminui os entraves ao comércio internacional, tornando mais fácil às empresas produzirem mais próximo do mercado, o que fará disseminar a actividade produtiva. Isto possibilitará aos países europeus venderem e comprarem entre si as mesmas categorias de produtos, ou seja, o comércio torna-se cada vez mais intra-industrial. Um outro argumento tem a ver com o facto da volatilidade cambial ter efeitos negativos sobre o investimento das empresas estrangeiras, pois aumenta os riscos e os custos de tentarem entrar num novo mercado, situação ultrapassada num regime de câmbios fixos.

Contudo, esta visão não é partilhada por todos os autores. Krugman (1991), por exemplo, argumenta que a concretização do mercado interno deverá conduzir a uma maior especialização regional, ampliando as diferenças geográficas na estrutura industrial. Com efeito, o Programa do Mercado Interno, ao implicar a retirada das barreiras técnicas (com a uniformização dos

40. Krugman (1991 e 1992), De Grawe e Vanhaverbeke (1991), Bayoumi e Eichengreen (1992) e DeGrawe (1993b). Eichengreen (1990a) retira as mesmas conclusões, por comparação com as províncias canadianas.

41. Commission des Communautés Européennes (1990a).

42. Neven (1990) calculou um índice médio de comércio intra-industrial para os doze países comunitários, que lhe permitiu classificá-los em três grupos distintos, salientando as diferenças existentes entre os países do norte da Europa e os países do sul. Nestes (sobretudo Portugal e Grécia), o comércio tende a ser menos intra-industrial, tornando-os mais vulneráveis a choques económicos assimétricos.

padrões de exigência técnica) e dos controlos administrativos fronteiriços ao comércio de bens e serviços e ao movimento de factores, possibilita uma redução no custo das transacções comerciais internas da Comunidade, acentuada pela harmonização dos impostos indirectos e pelo desaparecimento do risco cambial. Esta maior integração dos mercados europeus poderá conduzir a situações de especialização regional, provenientes da exploração de vantagens comparativas (por diferenças relativas de custos entre os países) (D. Neven (1990)), economia de escala e diferenciação de produtos (Krugman (1992)).

Caso se verifique ser esta a tendência de evolução da economia comunitária, o maior grau de especialização colocará novos problemas às economias nacionais, cada vez mais expostas a potenciais situações de instabilidade nas exportações regionais ocasionadas, por exemplo, por alterações nos gostos dos agentes económicos ou nas condições tecnológicas. Com efeito, se o Mercado Único reforçar as especializações nacionais, como parece provável, os choques específicos da procura poderão vir a ser mais amplos que no passado.

- Um outro mecanismo importante de ajustamento, na ausência do instrumento taxa de câmbio nominal, é o grau de mobilidade dos factores de produção, sobretudo da mão-de-obra, dentro da união monetária. Um bom indicador deste grau de mobilidade inter-regional pode ser fornecido, por exemplo, pela comparação das medidas de dispersão das taxas de desemprego na Comunidade e nas federações existentes. Eichengreen (1990c) observou que essa dispersão é superior entre os países europeus, concluindo portanto que a mobilidade do trabalho na Europa é muito baixa, nomeadamente por comparação com os Estados Unidos. No entanto, admite que a crescente integração económica, proporcionada pelo Mercado Único e pela UEM, possa incentivar um pouco o aumento dessa mobilidade. Contudo, a retirada das restrições legais à mobilidade do factor trabalho não implica, necessariamente, uma integração automática e imediata do mercado de trabalho. A sua grande segmentação regional na Europa pode permanecer, devido a outros factores de ordem cultural e social.

Por outro lado, DeGrawe e Vanhaverbeke (1991) verificaram ainda que os países do sul da Europa (Espanha e Itália) apresentam uma menor mobilidade inter-regional do trabalho, por comparação com os países do norte (Alemanha, França e Reino Unido), apesar das diferenças regionais do rendimento *per capita* serem superiores no sul, o que deixaria antever uma maior necessidade de mobilidade do trabalho nestas regiões. Isto reforça a ideia de que não se deverá confiar demasiado nesta mobilidade, como potencial factor de ajustamento na futura UEM.

- Outro factor importante para a absorção dos choques assimétricos, assinalado por diversos autores, é a existência de um sistema federal de impostos e transferências, que iremos analisar mais aprofundadamente na terceira secção deste capítulo. Um estudo de Sala-i-Martin e Sachs

(1992), conclui que o sistema fiscal dos EUA consegue compensar cerca de um terço da possível diminuição no rendimento pessoal regional, originada por um determinado choque assimétrico adverso. Este mecanismo de transferência inter-estadual de rendimentos é mesmo visto, por aqueles autores, como imprescindível para o sucesso da união monetária europeia. Por outro lado, de forma menos contundente, Eichengreen (1990c, p.17) admite que “o federalismo fiscal não constitui um requisito necessário à concretização de uma união monetária”, mas defende que a sua existência iria melhorar bastante o seu funcionamento.

É possível argumentar, por outro lado, que esta função poderia ser desempenhada pelos governos nacionais, obtendo empréstimos no mercado de capitais comunitário quando os rendimentos regionais diminuíssem, e pagando-os posteriormente quando os rendimentos retomassem o crescimento. Contudo, como veremos, existem algumas limitações importantes a esta actuação individual dos governos nacionais. Por um lado, os valores de referência orçamental de Maastricht impedem os governos de alguns países de apresentar grandes défices orçamentais, recorrendo à emissão de nova dívida pública. Por outro lado, para pagar essa dívida no futuro, os governos poderiam ter de aumentar os níveis de tributação relativamente aos seus parceiros comunitários, uma tarefa bastante difícil devido à tendência para a sua harmonização, como vimos na secção 1.1..

Em vez de analisar todos estes critérios individualmente, de forma directa mas quase sempre inconclusiva, poderá ser preferível observar o modo como os diferentes países reagem aos choques. Um número significativo de estudos recentes examinou empiricamente esta questão dos choques no contexto do processo de integração monetária europeia, tentando identificar a sua incidência e encontrar os seus determinantes. Para tal, utilizaram a análise de séries temporais (é o caso de Cohen e Wyplosz (1989), De Grawe e Vanhaverbeke (1991) e Bayoumi e Eichengreen (1992)) ou efectuaram simulações estocásticas em modelos macroeconómicos (por exemplo, Commission des Communautés Européennes (1990a), que utiliza o modelo Multimod). Em termos gerais, grande parte dos estudos já citados apontam para a conclusão de que os choques são menos assimétricos, e o seu ajustamento é mais rápido, nos Estados Unidos do que na Comunidade, mesmo apesar de, no período analisado, a Europa admitir ainda a possibilidade de ajustamentos cambiais. Esta diferença poderá reflectir o facto dos EUA apresentarem um maior grau de mobilidade dos factores, mas também a existência de um sistema fiscal federal de “segurança” regional, que estabelece uma certa partilha dos riscos entre as diferentes regiões.

Verifica-se assim que a Comunidade, no seu conjunto, não constitui aquilo a que a teoria designa por zona monetária óptima⁴³, dado que os choques são significativamente mais assimétricos na Europa do que nos EUA. Por outro lado, a tendência para a especialização poderá tornar as economias europeias menos semelhantes, como resultado do Mercado Único, afastando-se ainda mais do conceito de zona monetária óptima. Contudo, existe um subconjunto de países comunitários que estão expostos a choques de amplitude semelhante, apresentando condições para formar uma ZMO. Bayoumi e Eichengreen (1992) verificaram que os choques sobre a Alemanha, sobretudo do lado da oferta, são significativamente correlacionados com os da Bélgica, Dinamarca, França, Holanda e Luxemburgo. Este tem sido um dos argumentos utilizados para defender a realização da UEM a duas, ou mais, velocidades.

Em resumo, se os choques regionais são provavelmente mais importantes numa economia europeia plenamente integrada, torna-se mais premente atentar à necessidade de políticas de estabilização regional. Tudo aponta para que, numa união monetária, estas políticas de estabilização devam ser asseguradas através de intervenções orçamentais, nacionais ou centralizadas. A política orçamental pode ser uma forma de compensar, pelo menos no curto prazo, a ausência do instrumento taxa de câmbio. Com a perda de independência da política monetária, a política orçamental pode ter de responder de forma distinta às diferenças nos choques, nas estruturas económicas, no comportamento dos agentes económicos e nas preferências das autoridades económicas de cada estado-membro.

Numa primeira análise, a solução proposta iria no sentido de se conceder uma ampla flexibilidade e autonomia orçamental a cada estado-membro, que poderia encontrar a melhor solução, dados os instrumentos orçamentais disponíveis, para combater os choques que mais directamente o afectassem. Branson (1990) foi um dos primeiros autores a chamar a atenção para a necessidade de uma grande flexibilidade das políticas orçamentais nacionais na UEM (opinião também apresentada por Portes (1989) e Artis (1992a), por exemplo). Por outro lado, o “Relatório Delors” (parág. 12) defende que, com o processo de integração, “a prossecução dos objectivos económicos nacionais dependerá cada vez mais de decisões de política tomadas no quadro de uma estratégia de cooperação”.

⁴³. Esta conclusão tem vindo a ser apresentada por inúmeros autores, entre os quais podemos citar Eichengreen (1990b; 1990c), De Grawe e Vanhaverbeke (1991), Bayoumi e Eichengreen (1991) e Krugman (1991). Por outro lado, o relatório “One market, one money” (Commission des Communautés Européennes (1990a), contesta o carácter hermético desta conclusão, afirmando que a teoria das zonas monetárias óptimas não pode ser considerada como um quadro completo e suficiente de análise dos custos e benefícios da união monetária. Esta opinião é também subscrita por Bofinger (1994).

Apesar de tudo, existem alguns factores que poderão obstar à manutenção de um elevado grau de autonomia orçamental nacional dentro da UEM. Estes obstáculos prendem-se sobretudo com a crescente mobilidade dos factores e dos produtos (sobretudo do capital e, em menor grau, do trabalho e dos bens), que limitará um pouco os instrumentos orçamentais que poderiam ser accionados unilateralmente. Assim, como veremos no terceiro capítulo, os governos nacionais terão algumas dificuldades em prosseguir políticas orçamentais contracíclicas, tendendo mesmo a funcionar procíclicamente devido, nomeadamente, à necessidade de cumprir os critérios de convergência ou por limitações impostas pelos mercados de capitais. Por outro lado, existe também a preocupação de que a independência das políticas orçamentais possa originar conflitos entre os estados-membros, sobretudo devido à existência de determinadas externalidades dessas políticas.

Neste sentido, muitos autores sugerem outras propostas de evolução, como a necessidade de colocar o peso da estabilização a um nível institucional mais elevado⁴⁴ (por exemplo, através de um sistema global comunitário de impostos e transferências sociais) ou de uma coordenação estreita e negociada das políticas orçamentais, ao nível da união monetária. A coordenação funcionaria também como um mecanismo necessário para internalizar as externalidades resultantes dos efeitos, quantitativamente significativos, que as políticas económicas nacionais exercem sobre os restantes países. Em contraste, a autonomia confia nas decisões independentes das políticas económicas descentralizadas ao nível nacional, para atingir os objectivos macroeconómicos diferenciados de cada estado-membro.

2.1. CAPACIDADE DE AUTONOMIA ORÇAMENTAL

Um dos aspectos mais discutidos no contexto do processo da integração económica europeia, é se a união monetária deverá envolver também a perda de soberania das políticas orçamentais nacionais, e não apenas das políticas cambiais e monetárias. Desde logo, pelo “princípio da subsidiariedade”, o Tratado de Maastricht (Art.º 3º-B) propõe dar a preferência às intervenções geradas ao nível dos estados-membros, com excepção daquelas que, se tomadas ao nível comunitário, são susceptíveis de gerar economias de escala, ou são necessárias devido à

⁴⁴. Entre outros autores podemos referir, por exemplo, Eichengreen (1990), Wyplosz (1991), Krugman (1991), Sala-i-Martin e Sachs (1992) e Buitert e Kletzer (1992a).

presença de externalidades importantes. Esta abordagem reconhece, portanto, os custos e os riscos de ineficácia associados às políticas centralizadas. Contudo, a capacidade de aplicar este princípio na área orçamental será um pouco limitada, nomeadamente devido às restrições colocadas pelo próprio Tratado.

A progressiva perda de instrumentos de política económica, resultante do gradual processo de integração, não deixa aos estados-membros senão os instrumentos orçamentais para defender as suas economias, sobretudo num contexto de câmbios fixos e pequena flexibilidade de preços e salários. Com efeito, se adoptarmos uma perspectiva keynesiana de curto prazo, o substituto mais próximo da política monetária nacional é a política orçamental. A perda da primeira, como consequência da UEM, deveria ter como contrapartida, em princípio, uma maior autonomia dos estados-membros para conduzirem a segunda. As políticas orçamentais nacionais podem assumir um importante papel de estabilização da economia, sobretudo na presença de choques assimétricos⁴⁵, que não podem ser neutralizados pela política monetária comunitária. Por um lado, os “estabilizadores automáticos” podem ajudar a contrabalançar os ciclos económicos de curto prazo mas, em determinadas circunstâncias, podem ser também desejáveis alterações discricionárias na política orçamental, com vista a influenciar o nível da procura agregada interna e a taxa de câmbio real.

A teoria económica mostra que as variações contracíclicas no défice do sector público são desejáveis por razões keynesianas de estabilização e por razões neo-clássicas de “tax-smoothing⁴⁶”. Com efeito, e ao contrário do que parece transparecer dos indicadores de convergência de Maastricht, não podemos considerar todas as situações deficitárias como indesejáveis, sendo necessário analisar concretamente as causas e as intenções de cada situação particular. Os défices orçamentais apresentam normalmente uma parcela resultante de condições conjunturais, relacionadas com o evoluir do ciclo económico (componente conjuntural). Em épocas de recessão, por exemplo, tende a aumentar o défice, quer automaticamente (endogenamente), devido à redução da base de imposto e ao aumento das transferências sociais e dos subsídios, quer intencionalmente (exogenamente), para contrariar aquelas flutuações. Um aumento da despesa pública estimula a despesa privada, com um efeito final que dependerá do

⁴⁵. Ou quando os choques são simétricos mas existem diferenças estruturais entre os países, ou divergências nas preferências nacionais. Com efeito, e na medida em que a união monetária não implica uma união política, as autoridades de cada país podem manifestar diferentes preferências, por exemplo em termos do “trade-off” entre inflação e desemprego.

⁴⁶. De acordo com este princípio, deve-se tentar manter um nível de tributação constante ao longo do tempo, de forma a minimizar as distorções causadas pelos impostos no comportamento dos agentes económicos. Para tal, o governo deve obter empréstimos em épocas de recessão, quando as suas receitas diminuem, pagando-os posteriormente com o aumento de receitas em períodos de crescimento económico.

efeito “crowding-out” e da propensão a importar. Contudo, uma questão mais controversa é saber se existem razões válidas para manter défices orçamentais para além deste horizonte mais curto do ciclo económico (componente estrutural)⁴⁷.

Na verdade, o Tratado de Maastricht não prevê a transferência para a Comunidade, das funções orçamentais prosseguidas ao nível nacional. Contudo, o seu art.º 103.º obriga os estados-membros a considerarem as suas políticas económicas como “uma questão de interesse comum”, devendo coordená-las no seio do Conselho. No segundo parágrafo daquele artigo prevê-se a elaboração, pelo Conselho, de grandes orientações para a política económica dos estados-membros e da Comunidade. Essas orientações irão constituir o quadro de referência para a condução, controlo e avaliação, pela Comissão e pelo Conselho, das políticas económicas em toda a Comunidade. Se a política económica de qualquer estado-membro divergir das orientações tomadas, o Tratado prevê a possibilidade de lhe ser endereçada uma recomendação específica, confidencial ou pública. Contudo, isto não invalida que, de acordo com as primeiras grandes orientações de política económica adoptadas em 22 de Dezembro de 1993, o sucesso do processo de crescimento económico e de combate ao desemprego na Comunidade Europeia, “dependerá, essencialmente, da determinação dos estados-membros, que conservam, em última instância, a responsabilidade da sua política económica”⁴⁸.

Por outro lado, já em 1990 o relatório da Comissão, “One market, one money”, propunha que a UEM deveria possibilitar um elevado grau de autonomia orçamental aos estados-membros, nomeadamente por comparação com o que sucede hoje nas grandes federações existentes (Alemanha, Austrália, Canadá, Estados Unidos e Suíça). Esta autonomia subsistiria, nomeadamente, em termos do controlo das fontes de receitas e do volume de despesas do sector público.

Contudo, o processo de integração económica e monetária, resultante do programa do Mercado Único e da UEM, pode aumentar automaticamente as restrições impostas à condução das políticas orçamentais nacionais, em virtude dos diversos factores já referidos no primeiro capítulo. Por um lado, como vimos na secção 1.1., uma das fontes de receitas públicas, a senhoriagem, tende a ser cada vez menor, dada a diminuição das taxas de inflação e o processo de desregulamentação do sector financeiro. Por outro lado, a crescente mobilidade dos factores de produção, das empresas e dos produtos, intensificará as pressões para uma convergência fiscal no sentido de níveis mais baixos de tributação. Por último, os estados-membros terão

47. Wyplosz (1990), por exemplo, apresenta alguns argumentos que justificariam a permanência de défices orçamentais prolongados, em determinadas situações.

48. Commission des Communautés Européennes (1994a).

uma cada vez menor capacidade em obter financiamento para grandes défices orçamentais, não só devido às restrições impostas pelo Tratado de Maastricht, mas também porque o próprio mercado de capitais poderá exigir taxas de juro mais elevadas ou até mesmo racionar o crédito, sobretudo aos governos que apresentam grandes rácios de dívida pública.

Apesar de tudo, e como já referimos naquele ponto da dissertação, os efeitos globais daquelas restrições não serão decerto excessivamente elevados, deixando espaço para alguma flexibilidade. A principal restrição aos orçamentos nacionais continuará a ser, certamente, os limites quantitativos impostos em Maastricht, que implicam uma grande perda de autonomia orçamental dos estados-membros. Na verdade, algumas das preocupações que presidiram à definição destas regras podem até ser consideradas legítimas. Os défices e dívidas excessivos podem comportar o risco de uma pressão política para a monetização da dívida, ou de colocar em causa a estabilidade dos mercados financeiros. Além disso, é também importante ter em atenção as externalidades que podem resultar destas políticas orçamentais indisciplinadas. Enquanto que, com câmbios flexíveis, o efeito de “crowding-out” provocado por uma política orçamental expansionista é principalmente suportado pelo próprio país, na união monetária, a subida da taxa de juro será partilhada por todos os estados-membros.

Contudo, trata-se aqui mais de um problema de natureza prudencial, que deve ser distinguido da questão da necessidade de autonomia das políticas orçamentais nacionais num quadro normal de estabilização macroeconómica, e distinguido também dos problemas de coordenação entre os estados-membros. Glick e Hutchison (1993), por exemplo, sugerem que em lugar dos valores de referência seria preferível uma situação de vigilância mútua da situação orçamental de cada estado-membro, num contexto de mais longo prazo, e com base na verificação das condições de solvabilidade do Estado, o que permitiria uma maior flexibilidade e autonomia das decisões nacionais de política orçamental.

Apesar disto, a hipótese de serem os governos nacionais/regionais a apresentar défices contracíclicos para estabilizar o produto, é muitas vezes rejeitada (ou pelo menos vista como menos eficaz relativamente à utilização do orçamento central) com base noutros argumentos, apresentados, por exemplo, em Sala-i-Martin e Sachs (1992). Em primeiro lugar, de forma a cumprir a restrição orçamental intertemporal, os défices terão de ser pagos no futuro por mais impostos, ou menos gastos, na própria região. Tal poderá originar problemas de ineficácia, se os agentes económicos incorporarem esta restrição nas suas expectativas e na sua própria restrição orçamental. Isso não aconteceria no caso do orçamento central que, actuando através de transferências entre os estados, excluiria assim as expectativas de aumento de impostos no futuro (pressupondo que o orçamento central comunitário continuaria sempre equilibrado, como

estabelece o art.º 199.º do Tratado de Maastricht). Em segundo lugar, no caso de existir uma grande mobilidade dos factores de produção, estes tenderiam a permanecer na região enquanto o nível de impostos fosse baixo, e a saírem quando o Estado tivesse de os aumentar. Isto reduziria a base de tributação, dificultando a capacidade dos governos em aumentar o montante futuro de receitas fiscais. O último argumento tem a ver com a situação actual das finanças públicas de alguns estados-membros. O acumular, nos últimos anos, de enormes montantes de dívida pública, conduziu a algumas situações orçamentais insustentáveis numa união monetária, impedindo estes países de continuarem a apresentar grandes défices, e obrigando-os a implementar urgentes medidas de consolidação orçamental.

Por outro lado, os governos comunitários (sobretudo dos pequenos estados-membros) poderiam também ter poucos incentivos para utilizar os orçamentos nacionais com objectivos de estabilização, devido à existência das externalidades. Quanto maiores forem os benefícios dos esforços regionais de estabilização que saem para os outros países, menos incentivos terão os governos nacionais em promover individualmente essa estabilização, uma vez que terão de suportar todos os encargos de uma maior dívida ou de maiores taxas de imposto (Van Rompuy (1991)). Na ausência de coordenação, pode verificar-se aqui o conhecido “dilema do prisioneiro”, típico dos jogos não cooperativos, que conduz a resultados finais inferiores. A solução deste dilema aponta para uma política de estabilização coordenada. Contudo, se os custos de coordenação de um sistema com um elevado número de jurisdições forem muito elevados, existe ainda a opção de atribuir essas funções a um organismo central.

Na realidade, a evidência empírica mostra que as divergências na situação orçamental dos diferentes estados tendem a apresentar uma menor amplitude dentro das uniões monetárias (Glick e Hutchison (1993)). Contudo, continuam a persistir algumas diferenças significativas entre os estados-membros, o que sugere a possibilidade de manutenção de um certo grau de discricionariedade na condução das políticas orçamentais nacionais de curto prazo. Assim, a participação na união monetária não exclui totalmente a autonomia sobre as decisões de dimensão do sector público e dos défices orçamentais.

Isto sugere que o “Procedimento relativo aos défices excessivos”, adoptado em Maastricht, talvez não seja absolutamente necessário para assegurar o sucesso da UEM na Europa, como referem os seus promotores. Além disso, e na medida em que a união monetária impossibilita a utilização independente de outros instrumentos de política monetária e cambial, os valores de referência podem até ser considerados como demasiado rígidos.

Por outro lado, a Comunidade não possui um sistema de redistribuição de rendimentos, através dos impostos e transferências inter-regionais, com a função de absorver os choques

económicos assimétricos, como existe por exemplo nos Estados Unidos. Assim, essa função poderia ser substituída pela possibilidade de utilizar os défices orçamentais para combater os choques temporários, desde que não se colocassem em causa as exigências de solvabilidade do sector público. Contudo, os limites impostos em Maastricht restringem bastante a capacidade de utilização nacional deste instrumento como amortecedor de choques. Daí que alguns autores sugiram em alternativa um sistema de federalismo fiscal, como forma de compensar a perda da autonomia nacional, não só em termos da política monetária, mas também da política orçamental.

Masson e Melitz (1991) analisaram a hipótese da UEM impor limites à liberdade de cada país conseguir utilizar, independentemente, a sua política orçamental. O seu objectivo era examinar as consequências da utilização independente dos gastos do governo para influenciar o nível de procura agregada, por comparação com uma utilização centralizada. Para tal, efectuaram simulações com o “Multimod”⁴⁹, com vista a analisar as respostas alternativas da política orçamental a diferentes choques. Os resultados das simulações indicam uma possível vantagem de ser permitida a liberdade de utilização da política orçamental pelos estados-membros⁵⁰.

A justificação destas conclusões assenta na existência de diferentes condições económicas iniciais nos países (ou choques assimétricos), e em divergências nas suas preferências (por exemplo, em termos da posição relativa numa hipotética curva de Phillips), que se poderão manter na UEM. Na realidade, uma autoridade orçamental central poderia tentar conseguir a convergência para uma política que representasse uma mistura entre as preferências dos diferentes países. Contudo, se os estados-membros puderem manter alguma autonomia nesta área, existe a possibilidade de eles conseguirem obter melhores resultados individualmente, optando por uma política orçamental directamente orientada para os objectivos da sua preferência.

⁴⁹. Modelo econométrico de simulação, do Fundo Monetário Internacional.

⁵⁰. Na realidade, os autores encontram também situações em que a coordenação parece ser uma melhor opção. É o caso, por exemplo, de um choque petrolífero, que poderá provocar conflitos entre as políticas orçamentais nacionais, conduzindo a resultados ineficientes.

2.2. COORDENAÇÃO INTERNACIONAL DAS POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

A crescente interdependência entre as economias mundiais, resultante do maior grau de abertura ao exterior e do nível de integração dos mercados reais e financeiros dos diferentes países, suscitou nos últimos anos um renovado interesse dos economistas pelo estudo da necessidade de coordenação das políticas económicas. Contudo, os modelos apresentados não têm sido absolutamente claros e concordantes, em termos dos potenciais ganhos e perdas dessa coordenação, bem como da metodologia óptima a aplicar.

Por outro lado, o termo coordenação tende a abarcar diferentes significados e aplicações. Em termos sintéticos, podemos entender a coordenação internacional de políticas económicas como a tomada conjunta de decisões, visando uma melhoria do bem estar global, e assente numa “modificação significativa das políticas nacionais, no reconhecimento da interdependência económica internacional”⁵¹. A ausência de coordenação implica que cada país estabeleça, individualmente, os seus próprios objectivos e instrumentos de política económica, ignorando os efeitos negativos que a sua actuação possa infligir nos seus parceiros.

Neste sentido, a coordenação pode ser analisada por recurso aos instrumentos da teoria dos jogos, que são particularmente úteis para compreender os comportamentos cooperativos e não cooperativos. Se estes últimos gerarem ineficiências, a cooperação pode melhorar o bem estar de todos os “jogadores”. Com efeito, a ausência de coordenação corresponde a um equilíbrio não cooperativo, tipo Nash-Cournot, que é ineficiente, no sentido de Pareto, para todos os países envolvidos, uma vez que implica perdas de bem estar colectivo.

Podemos assim, em termos gerais, assistir a três formas diferentes assumidas pela coordenação, com vários graus de profundidade e empenhamento mútuo. Em primeiro lugar, temos o simples intercâmbio de informações e consultas mútuas sobre a evolução de determinadas variáveis económicas dos diferentes países. Em segundo lugar, e na interpretação de alguns autores, a coordenação pode assumir a forma de um estabelecimento de limites quantitativos a determinadas variáveis macroeconómicas, impostos por comum acordo a todos os países aderentes. Esta forma de coordenação assume preocupações de mais longo prazo, e foi adoptada no Tratado de Maastricht com a imposição de limites quantitativos precisos ao crescimento do défice e da dívida pública. Por último, podemos falar de uma coordenação mais discricionária, resultante de uma negociação formal e negociada de procedimentos a assumir em

⁵¹. Esta definição pode ser encontrada em Fisher (1987), p. 11 e em Frenkel et al. (1988), p. 149

determinadas circunstâncias conjunturais, em termos da política económica conjunta⁵². Para além destas, existem ainda alguns autores que interpretam o termo coordenação no sentido de uma atribuição das funções orçamentais a uma autoridade central (Buiter e Kletzer (1992a), por exemplo). Nesta secção, a coordenação é entendida sobretudo no sentido de uma utilização discricionária das políticas orçamentais, sem recurso a regras ou centralização de funções, aspectos que serão posteriormente abordados.

Aquela coordenação pontual, a ser negociada caso a caso, pode tornar-se bastante complexa e morosa. Daí que determinados autores apontem para a possível vantagem da coordenação ser consubstanciada em regras obrigatórias. Contudo, como refere Wyplosz (1991), por exemplo, deve-se ter o cuidado de acentuar o carácter estritamente obrigatório dessas regras, de forma a evitar duas potenciais situações indesejáveis: por um lado, impedir a possibilidade de alguns países as abandonarem, quando confrontados com determinados choques em que o cumprimento das regras lhes seja desfavorável, mesmo que em média elas originem bons resultados; por outro lado, alguns países podem optar por não as cumprir, aproveitando-se e beneficiando do facto dos seus parceiros o fazerem (“free riding”), e sem suportarem os seus custos internamente. No entanto, as regras impostas em Maastricht, com limites quantitativos ao défice e dívida pública enquadram-se mais numa intenção de convergência⁵³ do que de coordenação, uma vez que, sendo demasiado rígidas, não admitem a especificidade estrutural dos diferentes estados-membros nem a sua necessidade de responder a diferentes choques assimétricos. Com efeito, a coordenação não implica necessariamente uma convergência entre as economias, sobretudo quando os estados-membros apresentam disparidades nas suas estruturas sócio-económicas, diferentes dimensões e preferências, ou são afectados por determinados choques idiossincráticos (Ploeg (1991)).

Actualmente, as questões sobre a coordenação internacional das políticas macroeconómicas são discutidas sobretudo no seio do denominado “grupo dos sete” (Alemanha, Canadá, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido), previsivelmente transformado no futuro num “grupo dos quatro”, apresentando-se a Comunidade Europeia como um único bloco económico. Contudo, na realidade, das suas reuniões não resulta uma coordenação efectiva da política macroeconómica internacional⁵⁴. Esta falta de coordenação é especialmente visível em termos

⁵². Como veremos mais à frente, o “Relatório Delors” previa, no parágrafo 51, um reforço da coordenação das políticas orçamentais comunitárias, assumindo precisamente aquelas três formas possíveis de interpretar a coordenação: “supervisão multilateral”, “linhas de orientação quantitativas” e “acções orçamentais concertadas”.

⁵³. Entende-se aqui convergência, como o processo que visa a redução, ou até mesmo a uniformização, das diferenças registadas no valor de determinadas variáveis económicas (taxa de juro, taxa de inflação, défices internos e externos, etc.), entre diferentes países ou regiões.

⁵⁴. Esta questão é analisada, por exemplo, em Gros e Thygesen (1992).

da política orçamental, talvez porque as suas contribuições tenham de ser decididas ao nível dos parlamentos nacionais. Um exemplo desta falta de coordenação efectiva foram as promessas não cumpridas, por parte dos EUA, em diminuir os seus défices durante os anos 80.

Os acordos do Plaza e do Louvre, são exemplos de tentativas de coordenação das políticas monetárias entre os países do G7, visando a estabilização das suas taxas de câmbio. O relativo insucesso destes acordos é explicado, por alguns autores⁵⁵, pela não existência de uma coordenação simultânea das políticas orçamentais destes mesmos países, de forma a corrigir os desequilíbrios das suas balanças de pagamentos.

O reforço da interdependência económica no seio da Comunidade Europeia, nomeadamente com todo o processo dinâmico conducente à União Económica e Monetária e a consequente implementação de uma política monetária comum, centralizada, e de uma política orçamental descentralizada, num sistema de taxas de câmbio fixas, sugeriu a necessidade de uma coordenação das políticas orçamentais entre os diferentes estados-membros. Esta necessidade de coordenação deriva sobretudo da inexistência de um orçamento central significativo, capaz de assumir tarefas de estabilização da actividade económica. Com efeito, o orçamento central da Comunidade representa hoje cerca de 1,2% do PIB total, prevendo-se que não seja muito mais elevado nos próximos anos⁵⁶. Assim, na ausência de coordenação, a política orçamental da Comunidade resultaria simplesmente da agregação das políticas orçamentais nacionais, o que poderá originar um resultado inferior ao que seria conseguido numa abordagem coordenada dos problemas económicos.

2.2.1. Razões para a necessidade de coordenação

Os defensores de um reforço da coordenação de políticas orçamentais no seio da Comunidade, têm apresentado diversos motivos para justificar essa necessidade. Em primeiro lugar, a coordenação visaria atenuar os efeitos que a união monetária irá impor aos orçamentos de todos os estados-membros (nomeadamente em termos das receitas e despesas do sector público), bem como as externalidades das políticas orçamentais nacionais, que afectam algumas variáveis económicas comuns. Por outro lado, pretendem-se evitar situações de endividamento excessivo em qualquer estado-membro, o que colocaria em risco a estabilidade monetária de toda a união. Por último, aponta-se a necessidade de se estabelecer uma “policy-mix” correcta, entre as

⁵⁵ A análise deste argumento pode ser encontrada, por exemplo, em Cohen (1989).

⁵⁶ Lamfalussy (1989) afirma que o orçamento central da Comunidade não ultrapassará os 3% do PIB. Gros e Thygesen (1992) apontam para valores entre 2 - 2,25% do PIB.

políticas monetárias e orçamentais, de forma a atingir objectivos económicos internos e assumir uma posição concertada face aos países terceiros.

2.2.1.1. Internalizar as externalidades negativas

Uma das razões apontadas para a coordenação das políticas orçamentais entre os países comunitários, é a necessidade de um mecanismo que internalize as externalidades⁵⁷ que as acções orçamentais de um estado-membro impõem aos seus parceiros (Buitter e Kletzer (1992) e Masson e Taylor (1993)), afectando o nível de emprego e produto no exterior do país. O maior grau de integração económica aumentará os prováveis custos das respostas não coordenadas aos choques, uma vez que as externalidades que são ignoradas ao elaborar essas respostas serão agora mais importantes (Portes (1989)). A existência destas externalidades implica, assim, que cada estado-membro deseje deter algum controlo sobre o comportamento orçamental dos seus parceiros. Por exemplo, se uma expansão orçamental num determinado país provocar um aumento da taxa de juro, comum a toda a União Monetária, para níveis considerados indesejáveis pelos outros, estes pretenderão certamente limitar aquelas políticas expansionistas, de forma a defender as suas economias.

No entanto, como vimos, as externalidades das políticas orçamentais não se limitam aos efeitos rendimento e ao efeito sobre as taxas de juro. Se analisarmos as externalidades sobre os termos de troca podemos também encontrar motivos que justificam as vantagens da coordenação. Estas externalidades sobre os termos de troca poderão apresentar dois efeitos diferentes. Uma diminuição dos termos de troca (depreciação, com câmbios flexíveis) tem um efeito positivo sobre a balança de transacções correntes do país, à custa dos seus parceiros. Um aumento dos termos de troca (apreciação, com câmbios flexíveis) combate a inflação interna, também em prejuízo dos outros países. Daqui resultam potenciais conflitos numa união monetária, se os diferentes estados não coordenarem as suas políticas no sentido de tentarem alcançar em conjunto um objectivo comum.

Por exemplo, um país atingido por um choque adverso do lado da oferta⁵⁸, que implica tensões inflacionistas e diminuição do nível de produto, terá de ponderar se será mais benéfico deteriorar os termos de troca, de forma a sustentar o produto, ou melhorar os termos de troca, de forma a combater pressões inflacionistas. Se o choque atingir da mesma forma todos os

⁵⁷. Esta questão das externalidades da política orçamental, em regime de câmbios fixos, foi já antes analisada na secção 1.2., pelo que será aqui apresentada de forma bastante abreviada.

⁵⁸. Para uma análise mais detalhada deste exemplo, ver Wyplosz (1991).

membros da união monetária, nenhum conseguirá obter vantagens nos termos de troca relativamente aos seus parceiros, uma vez que os efeitos se anularão entre si. Contudo, uma acção coordenada das políticas orçamentais e monetárias poderá ter resultados positivos para a união monetária como um todo, relativamente ao resto do mundo. Por exemplo, se o efeito na inflação for superior ao efeito na BTC, a união monetária deverá procurar uma apreciação (aumento nos termos de troca) face ao resto do mundo, através de uma “policy-mix” adequada entre a política orçamental e a política monetária.

2.2.1.2. Limitar a concorrência fiscal e assegurar a oferta de bens públicos

Como já verificámos no primeiro capítulo (secção 1.1.), a crescente integração dos mercados de produtos e de factores na Comunidade, com a plena liberdade de circulação de pessoas, bens, serviços e capitais entre os estados-membros, irá certamente aumentar a concorrência a nível da tributação e da oferta de bens públicos. Se este “jogo” de concorrência fiscal for não cooperativo, surgirá um enviesamento para a diminuição das receitas fiscais em termos globais, tendo como consequência um decréscimo do nível de bens e serviços públicos a oferecer, de forma a cumprir a restrição orçamental intertemporal. Esta situação será mais problemática para os países mais atrasados da Comunidade, onde existe uma maior necessidade de bens públicos fundamentais, de forma a conseguirem um maior grau de convergência económica com os estados-membros mais desenvolvidos.

Neste contexto, uma coordenação das políticas orçamentais entre os estados-membros poderia trazer ganhos de eficiência, tentando limitar a intensidade da concorrência fiscal, através de acordos sobre a definição das bases de tributação e sobre a harmonização ou estabelecimento de limites mínimos para as taxas de imposto, e coordenar o fornecimento de bens públicos, sobretudo daqueles que geram externalidades para os outros estados-membros.

Alguns autores⁵⁹ argumentam que esta concorrência fiscal não terá grande significado na Europa, ao contrário do que sucede por exemplo nos EUA, uma vez que a mobilidade de factores e de produtos não será muito elevada, por diversos motivos de ordem sócio-económica. Por outro lado, o possível aumento da concorrência seria certamente bem acolhido por todos aqueles que consideram que o nível de fiscalidade e a intervenção do Estado na economia é hoje demasiado elevada. Contudo, mesmo que algumas das bases de tributação apresentem uma fraca mobilidade, devido sobretudo aos custos de mudança de jurisdição, a

⁵⁹. É o caso de Eichengreen (1993), por exemplo.

existência de diferenças nas taxas de imposto pode ter alguma influência no nível de competitividade das regiões (por exemplo, ao aumentarem os custos das empresas).

2.2.1.3. Evitar o risco de instabilidade monetária

Um dos principais factores que justificam a coordenação das políticas orçamentais, é a necessidade de evitar as pressões sobre a política monetária, resultantes de um nível de endividamento excessivo em alguns estados-membros, que implicaria:

a) um risco de repúdio, total ou parcial, dessa dívida (“default”), embora esta hipótese não seja muito plausível, nem existam antecedentes históricos na Comunidade para esta situação;

b) um aumento das taxas de juro dos títulos de dívida pública e, portanto, uma descida do seu preço, com uma desvalorização dos títulos. Esta situação poderá causar enormes problemas às instituições financeiras, como principais detentores desses títulos, forçando uma intervenção do Banco Central Europeu para evitar a crise financeira (uma das atribuições do BCE, de acordo com o art.º 3.º dos seus estatutos). Esta intervenção, no entanto, poderá provocar alguma instabilidade monetária e perda de credibilidade no principal objectivo do BCE, que será a manutenção da estabilidade dos preços (art.º 2.º dos mesmos estatutos).

Para evitar este risco de instabilidade monetária, será necessário conseguir uma maior disciplina orçamental nos diferentes estados-membros, através de uma regra relativa ao “endividamento excessivo”, que deveria ser incluída no Tratado da União Europeia, nomeadamente através da verificação da restrição orçamental intertemporal do Estado.

A opção adoptada no Tratado de Maastricht, na sequência das propostas apresentadas no Relatório Delors, foi o estabelecimento de regras fixas e uniformes, limitando a dimensão dos défices e dívidas públicas. No entanto, para os países que estejam sujeitos a choques assimétricos significativos, esta forma rígida de coordenação pode ser um impedimento à implementação das medidas mais adequadas à eliminação dos efeitos adversos que esses choques possam originar. A coordenação não deve ser inflexível, tendo em atenção as características específicas de cada situação económica.

É curioso verificar que, como notam por exemplo Frenkel e Goldstein (1991) e Bovenberg et al. (1991), no espaço de tempo que decorreu entre a apresentação dos dois documentos acima referidos, a Comunidade parecia ter abandonado a ideia dos critérios rígidos de disciplina orçamental, considerando-os mesmo indesejáveis por razões económicas e práticas, violando o

princípio da subsidiariedade. Assim, em vez de se tentarem obter resultados análogos em todos os países para os parâmetros orçamentais, havia sido dada preferência a medidas de coordenação voluntária e vigilância multilateral (as duas outras formas de coordenação que vimos no início), precisamente para ter em atenção “a situação económica específica de cada estado-membro, a existência de diferenças estruturais e os diferentes resultados obtidos até hoje em matéria de consolidação orçamental”⁶⁰.

2.2.1.4. Estabelecer uma “policy-mix” comum para a Comunidade

Uma questão importante, e delicada, do processo de funcionamento futuro da economia europeia, tem a ver com a coexistência de um poder monetário único e de doze poderes orçamentais nacionais, com diferentes objectivos e capacidades. O processo de união monetária dos países europeus implica, por definição, uma política monetária única para toda a Comunidade. Contudo, o mesmo não sucede em termos da política orçamental embora, como vimos, o Tratado de Maastricht aponte a necessidade dos estados-membros coordenarem as suas políticas económicas de acordo com um projecto de orientações gerais definidas pelo Conselho. Assim, seria necessária uma coordenação das políticas orçamentais dos estados-membros, de forma a estabelecer um conjunto coerente de políticas monetárias e orçamentais (“policy-mix”), que permitisse a prossecução de objectivos macroeconómicos internos e também para elaborar e implementar as estratégias comunitárias mais apropriadas, no contexto da economia mundial⁶¹. Na ausência daquela coordenação, a política monetária seria o único instrumento disponível para atingir os objectivos macroeconómicos internos e externos da Comunidade.

A justificação para esta necessidade de coordenação em termos orçamentais parece evidente. Por exemplo, em épocas recessivas a teoria económica mostra os benefícios de um estímulo orçamental sobre a procura, no intuito de relançar a economia. Contudo, na ausência de coordenação, cada estado-membro, por si só, poderá mostrar-se relutante em apresentar uma política orçamental expansionista (seja através de um aumento dos gastos públicos ou de uma diminuição dos impostos), uma vez que os ganhos com essa acção seriam distribuídos por todos os países, via efeito rendimento (através do aumento das importações dos seus parceiros⁶²), enquanto os custos da deterioração da sua posição orçamental e da sua balança de

⁶⁰. Commission des Communautés Européennes (1990b), p. 164.

⁶¹. Em termos dos conceitos da teoria dos jogos, a Comunidade Europeia seria uma coligação de países, participando no “jogo” mais vasto da economia mundial.

⁶². Para a modelização desta situação, ver secção 1.2..

pagamentos seriam suportados sobretudo pelo próprio país. Numa situação de coordenação, com todos os estados-membros, simultaneamente, em expansão orçamental, aqueles efeitos iriam compensar-se, com resultados benéficos para todos os países e com custos menores e distribuídos por todos.

Por outro lado, numa união monetária os estados-membros irão partilhar a mesma taxa de câmbio real e a mesma balança de transacções correntes em relação ao resto do mundo, variáveis que podem ser influenciadas por cada uma das políticas orçamentais nacionais. Por exemplo, uma expansão orçamental num determinado estado-membro provoca uma apreciação da taxa de câmbio real e um défice na balança de transacções correntes da Comunidade (cuja importância depende, obviamente, da dimensão económica relativa do país expansionista, em relação ao conjunto da união), com efeitos que irão ser suportados por todos os membros. Estes efeitos poderiam ser direccionados para atingir os objectivos comuns, caso seja possível uma coordenação negociada das políticas orçamentais.

O estabelecimento da “policy-mix” adequada entre a política monetária e a política orçamental é também necessário para que a Comunidade como um todo assuma um papel importante na economia mundial, cooperando com os restantes grandes blocos económicos, no sentido de tentar equilibrar as contas externas e evitar uma grande instabilidade nos mercados cambiais. Contudo, a opção por uma política orçamental agregada, por razões internas ou de coordenação internacional, implicará necessariamente uma limitação à autonomia das decisões nacionais de política orçamental, o que poderá não ser muito bem recebido por todos os estados-membros.

Por outro lado, esta hipótese exigiria uma estratégia e uma gestão coordenada, entre a política monetária, centralizada e as doze políticas orçamentais nacionais, que é necessário prever e organizar institucionalmente. Contudo, no Tratado da União Europeia, as questões referentes à coordenação das políticas económicas (cujo principal eixo são as políticas orçamentais) e ao “policy-mix” na UEM, são tratadas de forma breve, deixando lugar à interpretação. Esta opção, que reflecte as reticências naturais de uma maioria de estados-membros em abandonar a sua soberania nesta área, pode suscitar algumas interrogações quanto ao equilíbrio e bom funcionamento da UEM.

2.2.2. Os modelos teóricos de coordenação

Os modelos teóricos sobre a coordenação de políticas económicas, no contexto de uma união monetária, não se encontram ainda bem equipados para poder demonstrar, com relativa segurança, se existe necessidade de aprofundar a coordenação das políticas orçamentais quando

se verifica já um elevado grau de coordenação das políticas monetárias. Isto sucede sobretudo porque, normalmente, aqueles modelos dedicam-se exclusivamente à análise da coordenação das políticas monetárias, ou apenas à coordenação das políticas orçamentais, e não ao estudo conjunto das duas possíveis situações (Bryson et al. (1993)) num contexto de taxas de câmbio fixas e de centralização da política monetária.

No caso da UEM europeia, como afirma Portes (1989), a teoria económica começou agora a analisar os benefícios da coordenação das políticas orçamentais (uma vez que não existe esta discussão entre, por exemplo, os estados americanos ou as províncias canadianas). Os modelos apresentados não fornecem resultados muito conclusivos, nomeadamente porque assumem especificações muito diferenciadas. Assim, não se conseguiu ainda chegar a uma conclusão precisa e evidente sobre a hipótese da coordenação das políticas orçamentais melhorarem, ou não, o bem estar dos países participantes numa união monetária. Isto parece significar que os argumentos para uma maior coordenação das políticas orçamentais na Comunidade não assentam numa base teórica muito clara, dependendo um pouco da análise empírica ou da vontade política.

O primeiro passo é averiguar se, numa união monetária, a coordenação das políticas monetárias implica a necessidade de uma coordenação, conjunta e simultânea, das políticas orçamentais nacionais. Contudo, a resposta a esta questão, continua a não registar grandes consensos entre os diferentes autores. Cohen (1989), por exemplo, conclui que a opção pela coordenação unicamente das políticas monetárias é aceitável se for credível pois, dessa forma, provocaria as correcções orçamentais necessárias para a sustentar. Admite que a coordenação explícita das políticas orçamentais pode aumentar o bem estar, mas não é um requisito obrigatório.

Um outro estudo, de Bryson et al. (1993), demonstra que a coordenação orçamental, num cenário onde existe já coordenação das políticas monetárias, irá aumentar o nível de produto, à custa de uma taxa de inflação mais elevada e de um nível mais baixo de gastos públicos. A sua análise não permite retirar conclusões muito evidentes sobre os efeitos líquidos em termos de bem estar, apenas deixa transparecer que os países que são normalmente avessos a uma alta taxa de inflação, retiram poucas vantagens da coordenação simultânea das políticas monetárias e orçamentais.

Esta questão das diferenças, que poderão manter-se no futuro, entre as preferências dos estados-membros relativamente aos principais objectivos da política económica, foi analisada pormenorizadamente por Masson e Melitz (1990). Com a política monetária centralizada, a resposta orçamental considerada óptima, a determinados choques, pode diferir bastante entre os países, de acordo com os seus próprios objectivos. Assim, estes autores argumentam que a

autonomia orçamental será preferível, na medida em que permite a cada estado-membro reagir de forma diferente, com vista a atingir os objectivos a que dá primazia. Qualquer restrição a essa autonomia pode resultar numa diminuição do bem estar global. Apenas num dos cenários analisados (simulação de um choque sobre o preço do petróleo), a coordenação se mostra preferível à autonomia. Neste caso, as divergências nas preferências dos estados-membros provocam uma série de reacções em cada um deles, com efeitos negativos sobre o outro, atingindo um resultado final (sobre o nível de bem estar) inferior ao que se obteria com coordenação.

Por outro lado, outros autores apontam a necessidade imperiosa de estabelecer um maior grau de coordenação das políticas orçamentais na Comunidade. Ploeg (1991), por exemplo, defende que esta coordenação é absolutamente necessária, com vista a assegurar que as políticas de estabilização serão utilizadas, efectivamente, para combater o desemprego e também para salvaguardar a dimensão do sector público na Europa.

No ponto seguinte apresenta-se o exemplo de um modelo teórico de análise dos ganhos e perdas de bem estar associados à escolha de situações de coordenação e não coordenação de políticas orçamentais, como forma de absorver determinados tipos de choques sobre as economias. Apesar das suas limitações, inerentes a qualquer modelo de simulação, permite retirar alguns resultados interessantes para toda esta questão.

2.2.2.1. Modelo de coordenação para a absorção de choques

A perda dos instrumentos de política monetária e cambial, na UEM, parece deixar à política orçamental a responsabilidade pela estabilização das economias nacionais, no sentido de responder aos potenciais choques económicos assimétricos que possam recair sobre essas economias. Contudo, uma questão prévia importante é saber se essa função deve ser desempenhada autonomamente por cada país, ou se é preferível uma coordenação entre todos os estados-membros, com uma escolha conjunta dos seus instrumentos orçamentais e dos seus objectivos económicos, com vista a conseguir-se atingir um maior bem estar em toda a união monetária.

O modelo a seguir apresentado, baseado em Alogoskoufis (1991), com pequenas alterações, tenta responder parcialmente a esta questão, avaliando a resposta das políticas orçamentais, coordenadas e não coordenadas, face a potenciais choques relativos sobre a procura e sobre a produtividade. A noção de coordenação das políticas orçamentais é aqui entendida como o estabelecimento conjunto, e mutuamente consistente, dos instrumentos orçamentais nacionais,

com o objectivo de maximizar o bem estar conjunto de todos os membros da união monetária (Ploeg (1991)). A ausência de coordenação significa, assim, que cada estado-membro escolhe isoladamente os instrumentos orçamentais a utilizar, não tomando em consideração que os efeitos das suas decisões podem repercutir-se nas economias dos seus parceiros (resultando daqui um equilíbrio do tipo Nash-Cournot, que não é eficiente no sentido de Pareto).

A análise efectuada utiliza um modelo simétrico de dois países pertencentes a uma união monetária e assume, portanto, taxas de câmbio fixas, perfeita mobilidade dos capitais e a existência de uma autoridade monetária central completamente independente, cujo principal objectivo é assegurar a estabilidade do nível de preços no interior da união (situação que irá vigorar na terceira fase da UEM na Europa, conforme as intenções expressas no Tratado de Maastricht).

Para uma maior simplificação da exposição, pressupõe-se que os dois países possuem estruturas económicas semelhantes, pelo que os parâmetros que representam as elasticidades e as semi-elasticidades, são comuns. Todos estes parâmetros são positivos. As variáveis são apresentadas em forma logarítmica, com todas as constantes normalizadas para zero. As variáveis com asterisco são representativas do outro país, membro da união monetária.

Os dois países produzem bens que são substitutos imperfeitos entre si, e relativamente aos bens produzidos no resto do mundo. As empresas encontram-se no mercado em concorrência monopolística e, portanto, o nível de produto em cada país é determinado pela procura. O nível da procura em cada país é influenciado positivamente pela taxa de câmbio real e, negativamente, pela taxa de juro real, dependendo ainda da posição orçamental do país, e de um choque relativo sobre a procura (um exemplo deste tipo de choques pode ser uma mudança nas preferências pelos bens produzidos no país, para os bens produzidos no outro).

$$(1) \quad y_t = \alpha p_t^* + \beta e_t - \gamma p_t - \delta(i_t - E_t p_{t+1} + p_t) + g_t + d_t$$

$$(2) \quad y_t^* = \alpha p_t + \beta e_t - \gamma p_t^* - \delta(i_t^* - E_t p_{t+1}^* + p_t^*) + g_t^* - d_t$$

onde:

y: quantidade de produto

g: choque dos gastos públicos sobre a procura

p: nível de preços

e: taxa de câmbio da união monetária, face ao exterior (uma diminuição representa uma apreciação da taxa de câmbio)

i: taxa de juro nominal

d: choque relativo sobre a procura

E_t : expectativas matemáticas, condicionadas à informação disponível no momento t

Por outro lado, assumindo que o stock de capital existente em cada economia é fixo, vamos supor que o nível de produção é uma função do nível de emprego (l) e de um determinado choque sobre a produtividade (q). Tal como sucedia nos choques sobre a procura, estes são também choques relativos, no sentido de que não alteram a produtividade média de toda a zona. Daí que surjam com um sinal contrário para cada país:

$$(3) \quad y_t = l_t + q_t$$

$$(4) \quad y_t^* = l_t^* - q_t$$

Por sua vez, o nível de preços é determinado por um “mark-up” constante (normalizado para zero) sobre o nível de custos unitários da mão-de-obra (w representa o salário nominal), para um dado nível de produtividade:

$$(5) \quad p_t = w_t - q_t$$

$$(6) \quad p_t^* = w_t^* + q_t$$

Os salários nominais são indexados ao índice de preços no consumidor e o nível de salários reais depende, positivamente, do nível de emprego do país. Os salários são negociados no momento t, de acordo com as seguintes expressões:

$$(7) \quad w_t - p_t = \alpha p_t^* + \beta e - \gamma p_t + \varepsilon l_t$$

$$(8) \quad w_t^* - p_t^* = \alpha p_t + \beta e - \gamma p_t^* + \varepsilon l_t^*$$

Substituindo (3) e (7) em (5), e também (4) e (8) em (6), obtemos:

$$(9) \quad p_t = \frac{1}{\gamma} [\alpha p_t^* + \beta e_t + \varepsilon y_t - (1 + \varepsilon) q_t]$$

$$(10) \quad p_t^* = \frac{1}{\gamma} [\alpha p_t + \beta e_t + \varepsilon y_t^* + (1 + \varepsilon) q_t]$$

Para resolver o modelo analiticamente, um método possível é começar por determinar separadamente as variáveis agregadas, representativas das médias e das diferenças entre as variáveis (preço e produto) dos dois países (este método é conhecido por factorização de Aoki). Começando por determinar as médias entre as variáveis internas e externas (representadas por um traço sobre a variável média) nas equações (1) e (2) e nas equações (9) e (10), obtemos as seguintes expressões:

$$(11) \quad \bar{y}_t = 0,5(y_t + y_t^*) = (\alpha - \gamma) \bar{p}_t + \beta e_t - \delta (i_t - E_t \bar{p}_{t+1} + \bar{p}_t) + \bar{g}_t$$

$$(12) \quad \bar{p}_t = 0,5(p_t + p_t^*) = \frac{\gamma}{\alpha + \gamma} (\beta e_t + \varepsilon \bar{y}_t)$$

Uma vez que o principal objectivo do banco central da união monetária é, como já referimos, assegurar a estabilidade do nível de preços da zona, vamos assumir então que $\bar{p}_t = 0$, o que implica que (de acordo com a equação anterior) a taxa de câmbio face ao exterior seja dada por:

$$(13) \quad e_t = -\frac{\varepsilon}{\beta} \bar{y}_t$$

Por outro lado, supondo que existe perfeita mobilidade do capital dentro da união monetária e que, assim, os activos financeiros dos dois países são substitutos perfeitos entre si e as taxas de juro internas satisfazem a paridade não coberta das taxas de juro, relativamente à taxa de juro nominal do resto do mundo (r), teremos então a seguinte equação de arbitragem:

$$(14) \quad i_t = i_t^* = r_t + E_t e_{t+1} - e_t$$

Substituindo as expressões (13) e (14) na equação (11), ficaremos com:

$$(15) \quad \bar{y}_t \left(1 + \varepsilon + \frac{\varepsilon}{\beta} - \frac{\delta\varepsilon}{\beta} L \right) = \bar{g}_t - \delta r_t$$

onde L é o operador de defasamento ($Ly_t = y_{t+1}$). Ficamos assim com um tipo de processo auto-regressivo de primeira ordem [AR (1)], que podemos fazer equivaler a um processo de médias móveis de ordem infinita [MA (∞)], ficando com a seguinte expressão, equivalente à equação (15):

$$(16) \quad \bar{y}_t = \frac{1}{1 + \varepsilon + (\delta\varepsilon / \beta)} \sum_{i=0}^{\infty} \left[\frac{1}{1 + \beta(1 + \varepsilon) / \delta\varepsilon} \right] E_t[\bar{g}_{t+i} - \delta r_{t+i}]$$

Assumindo agora que r_t e \bar{g}_t são “ruídos brancos”⁶³, a equação passa a ser, simplesmente:

$$(17) \quad \bar{y}_t = \frac{1}{1 + \varepsilon + \delta\varepsilon / \beta} (\bar{g}_t - \delta r_t) = X(\bar{g}_t - \delta r_t)$$

$$\text{onde, por conveniência de notação : } X = \frac{1}{1 + \varepsilon + \delta\varepsilon / \beta}$$

Obtidas as expressões para a média das variáveis y e p , entre os dois países, vamos agora calcular as diferenças entre as mesmas variáveis. Das equações (1) e (2) e das equações (9) e (10), obtemos:

$$(18) \quad \hat{y}_t = -(\alpha + \gamma + \delta)\hat{p}_t + \delta E_t \hat{p}_{t+1} + \hat{g}_t + 2d_t$$

$$(19) \quad \hat{p}_t = Z[\varepsilon \hat{y}_t - 2(1 + \varepsilon)q_t]$$

$$\text{onde } Z = 1 / (\alpha + \gamma)$$

Substituindo a equação (19) na (18), e utilizando o mesmo processo que seguimos para chegar à equação (17) (assumindo agora que as variáveis \hat{g}_t , d_t e q_t são “ruídos brancos”), obtemos a

⁶³. Uma variável é designada de “ruído branco” se for independente e identicamente distribuída, com média zero (Judge, et al. (1985)). A explicação daquele pressuposto será apresentada a seguir à equação (30).

seguinte expressão para a diferença entre os níveis de produção dos dois países:

$$(20) \quad \hat{y}_t = M(\hat{g}_t + 2d_t + 2Vq_t)$$

$$\text{onde } M = 1 / [1 + (\alpha + \gamma + \delta) Z \varepsilon]$$

$$\text{e } V = (\alpha + \gamma + \delta)(1 + \varepsilon) Z$$

Partindo das expressões que expressam as médias e diferenças entre as variáveis dos dois países, podemos agora obter as equações que determinam os níveis de produto e de preços de cada um dos estados membros da união monetária [fazendo, por exemplo, $(y_t = 0,5\hat{y}_t + \bar{y}_t)$ e $(y_t^* = \bar{y}_t - 0,5\hat{y}_t)$]:

$$(21) \quad y_t = 0.5[(M+X)g_t - (M-X)g_t^*] - \delta Xr_t + Md_t + MVq_t$$

$$(22) \quad y_t^* = 0.5[(M+X)g_t^* - (M-X)g_t] - \delta Xr_t - Md_t - MVq_t$$

$$(23) \quad p_t = Z \left\{ 0,5\varepsilon M(g_t - g_t^*) + \varepsilon Md_t - [1 + \varepsilon(1 - MV)]q_t \right\}$$

$$(24) \quad p_t = Z \left\{ 0,5\varepsilon M(g_t^* - g_t) - \varepsilon Md_t + [1 + \varepsilon(1 - MV)]q_t \right\}$$

2.2.2.1.1. Políticas orçamentais não coordenadas

Vamos supor que o objectivo dos governos de cada um destes dois países, é escolher uma determinada regra de política orçamental que lhes permita minimizarem a média ponderada dos desvios quadrados dos preços e do emprego, relativamente aos seus valores de equilíbrio de longo prazo (que foram normalizados para zero). Isto corresponde, aproximadamente, a um objectivo de fazer recuar uma hipotética curva de Phillips. Assume-se que aquela ponderação é igual para os preços e para o emprego, nos dois países.

Na realidade, como já tivemos ocasião de referir, Masson e Melitz (1991) admitem que mesmo depois de concretizada a UEM, os países poderão continuar a apresentar diferentes preferências e, portanto, diferentes ponderações nas suas funções-objectivo. Assim, por exemplo, a Alemanha teria uma maior preferência pela estabilidade dos preços, enquanto outros países poderiam conceder um maior peso ao objectivo de combate ao desemprego. Apesar dos

estados-membros terem de aceitar uma taxa de inflação de longo prazo comum, isso não retira a necessidade de ajustamentos nos termos de troca entre eles, o que requer desvios de curto prazo relativamente ao nível de estabilidade dos preços.

Como estamos numa situação em que não se verifica coordenação entre as decisões dos dois países, cada um deles minimiza a sua função, sem ter em atenção os efeitos que as suas decisões possam ter no resto da união, e assumindo como exógena a escolha orçamental do outro país. As suas funções objectivo⁶⁴, a minimizar, serão então:

$$(25) \quad \text{Min}_{g_t} \left[0,5(p_t)^2 + 0,5(l_t)^2 \right]$$

$$(26) \quad \text{Min}_{g_t^*} \left[0,5(p_t^*)^2 + 0,5(l_t^*)^2 \right]$$

sujeitas às restrições do nível de produto e de preços, dadas pelas equações (21) a (24). A variável l_t é substituída na função por $(y_t - q_t)$, de acordo com a equação (3). Diferenciando cada expressão em ordem aos gastos do governos de cada país, sujeita às respectivas restrições, e mantendo constante o nível de gastos públicos do outro estado-membro, obtemos as funções de reacção de cada país:

$$(27) \quad g_t = \frac{1}{(M+X)^2 + (\epsilon MZ)^2} \left\{ \left[M^2 - X^2 + (\epsilon MZ)^2 \right] g_t^* + [2\delta X(M+X)] r_t - \right. \\ \left. - 2 \left[M(M+X) + (\epsilon MZ)^2 \right] d_t + 2 \left[\epsilon MZ^2 + (\epsilon^2 MZ^2 + M+X)(1-MV) \right] q_t \right\}$$

$$(28) \quad g_t^* = \frac{1}{(M+X)^2 + (\epsilon MZ)^2} \left\{ \left[M^2 - X^2 + (\epsilon MZ)^2 \right] g_t + [2\delta X(M+X)] r_t + \right. \\ \left. + 2 \left[M(M+X) + (\epsilon MZ)^2 \right] d_t - 2 \left[\epsilon MZ^2 + (\epsilon^2 MZ^2 + M+X)(1-MV) \right] q_t \right\}$$

Resolvendo agora o sistema constituído pelas equações (27) e (28), obtemos as equações que nos dão um equilíbrio simétrico, não cooperativo, tipo Nash-Cournot⁶⁵:

⁶⁴. Esta forma de enunciar as funções objectivo, a minimizar, é utilizada também, por exemplo, em Frankel e Rockett (1988), Cohen (1989), Ploeg (1991) e Bryson et al. (1993).

⁶⁵. Em termos dos conceitos da teoria dos jogos, um equilíbrio de Nash é caracterizado pelo facto de cada "jogador" considerar impossível a obtenção de um melhor resultado, ao escolher a sua decisão, tomando a

$$(29) \quad g_t = \delta r_t - d_t + \left[\frac{1 - MV}{M} + \frac{\varepsilon Z^2}{M + X + \varepsilon^2 M Z^2} \right] q_t$$

$$(30) \quad g_t^* = \delta r_t + d_t - \left[\frac{1 - MV}{M} + \frac{\varepsilon Z^2}{M + X + \varepsilon^2 M Z^2} \right] q_t$$

Utilizando estas duas expressões, se calcularmos agora a diferença e a média entre a variável g dos dois países, verificamos que $[\hat{g}_t = f(d_t, q_t)]$ e que $[\bar{g}_t = f(r_t)]$. Isto significa que, se identificarmos d_t , q_t e r_t como sendo “ruídos brancos”, então as variáveis \hat{g}_t e \bar{g}_t também o serão⁶⁶, o que justifica o pressuposto antes assumido nas equações (17) e (20).

2.2.2.1.2. Equilíbrio com coordenação

Por outro lado, se assumirmos que os dois países actuam de forma coordenada, ou seja, que as suas decisões de política orçamental tomam em consideração os efeitos que podem extravasar para os seus parceiros, teremos de estabelecer uma função objectivo conjunta para a minimização dos desvios dos preços e do emprego relativamente aos seus valores de equilíbrio. A função a minimizar conjuntamente, para determinar as decisões orçamentais óptimas dos dois países, passa a ser agora:

$$(31) \quad \text{Min}_{g_t, g_t^*} \left[0,5(p_t)^2 + 0,5(p_t^*)^2 + 0,5(l_t)^2 + 0,5(l_t^*)^2 \right]$$

novamente sujeita às restrições impostas pelas equações (21) a (24). Obtemos, assim, as seguintes soluções:

$$(32) \quad g_t = \frac{1}{(\varepsilon M Z)^2 + X^2 + M^2} \left\{ [(\varepsilon M Z)^2 - X^2 + M^2] g_t^* + (2\delta X^2) r_t - 2M^2 [(\varepsilon Z)^2 + 1] d_t - 2M [(\varepsilon Z)^2 (MV - 1) - \varepsilon Z^2 + MV - 1] q_t \right\}$$

estratégia do outro “jogador” como um dado. Ver, por exemplo, Stevenson et al. (1988).

⁶⁶. A justificação teórica desta conclusão pode ser encontrada, por exemplo, em Judge et al. (1985).

$$(33) \quad g_t^* = \frac{1}{(\varepsilon M Z)^2 + X^2 + M^2} \left\{ [(\varepsilon M Z)^2 - X^2 + M^2] g_t + (2\delta X^2) r_t + \right. \\ \left. + 2M^2 [(\varepsilon Z)^2 + 1] d_t + 2M [(\varepsilon Z)^2 (M V - 1) - \varepsilon Z^2 + M V - 1] q_t \right\}$$

Resolvendo o sistema constituído pelas equações (32) e (33), obtemos as seguintes equações de equilíbrio do modelo, que correspondem agora a uma situação de óptimo de Pareto⁶⁷:

$$(34) \quad g_t = \delta r_t - d_t + \left[\frac{1 - M V}{M} + \frac{\varepsilon Z^2}{M(1 + \varepsilon^2 Z^2)} \right] q_t$$

$$(35) \quad g_t^* = \delta r_t + d_t - \left[\frac{1 - M V}{M} + \frac{\varepsilon Z^2}{M(1 + \varepsilon^2 Z^2)} \right] q_t$$

A análise das equações (29) e (30) e das equações (34) e (35), permite-nos comparar as respostas da política orçamental de cada um dos países, a determinados choques sobre a procura e sobre a produtividade.

Relativamente aos choques sobre a procura (d_t), podemos observar que a resposta das políticas orçamentais é idêntica, quer estejamos ou não em situação de coordenação entre os dois países. Com efeito, e como podemos constatar em (1) e (2), os choques sobre a procura actuam sobre o nível de procura agregada através dos mesmos canais de transmissão que os choques dos gastos públicos (g_t). Assim, neste modelo, as autoridades orçamentais de cada país têm a possibilidade de contrariar directamente aqueles choques sobre a procura, exactamente no mesmo montante, o que deixaria o nível de produto inalterado [equação (1)]. Desta forma, o nível de emprego (3) e, conseqüentemente, os salários (7) e os preços (5), não seriam alterados, não se provocando qualquer efeito sobre a outra economia. Estaríamos assim, neste caso, na presença de um óptimo de primeiro grau, em termos da estabilidade dos preços e do emprego.

⁶⁷. Em termos da teoria dos jogos, o equilíbrio de um jogo cooperativo corresponde a um óptimo de Pareto, em que nenhum "jogador" consegue aumentar o seu bem estar sem diminuir o bem estar do outro. Ver, por exemplo, Stevenson et al. (1988).

Os tipos de choques aqui considerados, como foi imposto no início, são choques relativos, na medida em que não afectam a procura e a produtividade médias na zona. Contudo, se considerarmos o caso de um choque comum sobre a procura agregada (por exemplo uma alteração nas taxas de juro do resto do mundo (r)), as conclusões seriam as mesmas que as retiradas no caso dos choques relativos sobre a procura. Como se pode verificar nas equações (29), (30), (34) e (35), um aumento da taxa de juro do resto do mundo, por exemplo, exigiria uma política orçamental expansionista, sem provocar alterações internas no nível de produto, de salários e de emprego e, conseqüentemente, nos preços relativos entre os dois países [equações (1) e (2)].

Contudo, o mesmo não sucede relativamente aos choques sobre a produtividade, que afectam directamente a oferta agregada e os preços [equações (3) a (6)], mas que não têm influência directa sobre a procura agregada, apenas a afectam indirectamente através dos mecanismos de formação de preços e salários. Por exemplo, suponhamos um choque negativo sobre a produtividade, que provoca um aumento no nível de emprego, para um dado valor fixo do produto [equação (3)], um aumento dos preços internos e uma diminuição dos preços externos [equações (5) e (6)]. Este aumento relativo dos preços internos provoca uma apreciação da taxa de câmbio real e um aumento da taxa de juro real interna, o que terá efeitos negativos no nível da procura agregada interna (1). Dado que a reacção da política orçamental aos choques sobre a oferta é feita indirectamente, através da procura, isso envolverá necessariamente um “trade-off” entre maior inflação ou maior desemprego, o que significa que a decisão orçamental, neste caso, será sempre uma solução de óptimo de segundo grau.

Estes choques têm efeitos na outra economia, o que torna a decisão não coordenada das respostas orçamentais subótima, dado que cada país não tem em atenção as externalidades que as suas acções impõem aos seus parceiros, originadas pelas alterações nos preços relativos entre ambos. Como podemos verificar nas equações (29) e (34), a resposta orçamental a um mesmo choque sobre a produtividade será menor se não existir coordenação (dado que $0 < X < 1$), o que parece indicar que a reacção orçamental interna poderá não ser suficientemente expansionista face a um choque positivo, ou suficientemente contraccionista em resposta a um choque negativo sobre a produtividade. Se as políticas orçamentais forem determinadas de forma coordenada aquelas externalidades serão consideradas, o que diminuirá as perdas globais resultantes dos choques sobre a produtividade.

Tudo isto parece conduzir à conclusão de que é sempre preferível um certo grau de coordenação internacional, na resposta a choques sobre a produtividade. No caso dos choques sobre a procura, as respostas coordenadas ou não coordenadas parecem originar resultados

equivalentes nas duas situações.

2.2.2.1.3. O modelo com custos de ajustamento

As conclusões que retirámos até agora podem ser colocadas em causa, se considerarmos a possibilidade de existência de custos de ajustamento das políticas orçamentais de cada país (por exemplo, custos administrativos de conceber e implementar novos programas de receitas e despesas públicas; prejuízo de outras funções, normalmente atribuídas ao Estado, em favor da função de estabilização, etc.). Nesta secção voltamos a efectuar a análise das respostas da política orçamental de cada país aos choques, isoladamente ou em situação de coordenação, incluindo agora a possibilidade dos governos enfrentarem custos de ajustamento das suas políticas.

- Equilíbrio sem coordenação

Vamos supor que os desvios da posição orçamental actual de cada país, relativamente ao seu nível de equilíbrio de longo prazo (normalizado para zero, como já havíamos feito antes), incorrem num determinado custo marginal, representado pelo parâmetro c . Desta forma, as funções de minimização dos desvios quadrados [equações (25) e (26)], passam a ser agora representadas pelas seguintes expressões:

$$(36) \quad \text{Min}_{g_t} \left[0,5(p_t)^2 + 0,5(l_t)^2 + 0,5c(g_t)^2 \right]$$

$$(37) \quad \text{Min}_{g_t^*} \left[0,5(p_t^*)^2 + 0,5(l_t^*)^2 + 0,5c(g_t^*)^2 \right]$$

sujeita mais uma vez às restrições das equações (21) a (24). Seguindo os mesmos passos da secção anterior (que não são aqui apresentados para não alongar demais o modelo), verificamos que a resolução do sistema constituído pelas soluções deste problema, fornece-nos as seguintes equações de equilíbrio do modelo, representativas de um equilíbrio do tipo Nash-Cournot:

$$(38) \quad g_t = \left[\frac{\delta X(M+X)}{X(M+X)+2c} \right] r_t - \left[\frac{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2}{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2+2c} \right] d_t + \left[\frac{\varepsilon MZ^2 + (\varepsilon^2 Z^2 M + M + X)(1-MV)}{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2+2c} \right] q_t$$

$$(39) \quad g_t^* = \left[\frac{\delta X(M+X)}{X(M+X)+2c} \right] r_t + \left[\frac{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2}{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2+2c} \right] d_t - \left[\frac{\varepsilon MZ^2 + (\varepsilon^2 MZ^2 + M + X)(1-MV)}{M(M+X)+(\varepsilon MZ)^2+2c} \right] q_t$$

- Equilíbrio com coordenação

Tal como antes, se as autoridades dos dois países decidirem coordenar as suas políticas orçamentais tendo em atenção as externalidades que as suas decisões imponham ao outro país, a função objectivo a minimizar será agora comum:

$$(40) \quad \text{Min}_{g_t, g_t^*} \left[0,5(p_t)^2 + 0,5(l_t)^2 + 0,5c(g_t)^2 + 0,5(p_t^*)^2 + 0,5(l_t^*)^2 + 0,5c(g_t^*)^2 \right]$$

sujeita às restrições impostas pelas equações (21) a (24). As equações de equilíbrio do modelo com coordenação, serão agora:

$$(41) \quad g_t = \left[\frac{\delta X^2}{X^2+c} \right] r_t - \left[\frac{M^2+(\varepsilon MZ)^2}{M^2+(\varepsilon MZ)^2+c} \right] d_t + \left[\frac{\varepsilon Z^2}{M(1+\varepsilon^2 Z^2)+c/M} + \frac{M(1+\varepsilon^2 Z^2)}{M(1+\varepsilon^2 Z^2)+c/M} \frac{1-MV}{M} \right] q_t$$

$$(42) \quad g_t^* = \left[\frac{\delta X^2}{X^2 + c} \right] r_t + \left[\frac{M^2 + (\varepsilon MZ)^2}{M^2 + (\varepsilon MZ)^2 + c} \right] d_t - \left[\frac{\varepsilon Z^2}{M(1 + \varepsilon^2 Z^2) + c / M} + \frac{M(1 + \varepsilon^2 Z^2)}{M(1 + \varepsilon^2 Z^2) + c / M} \frac{1 - MV}{M} \right] q_t$$

A primeira diferença que ressalta da comparação entre as soluções de equilíbrio sem e com custos de ajustamento é que, neste último caso, a reacção orçamental aos choques sobre a procura já não pode ser efectuada com uma intervenção exactamente no mesmo montante do choque. Isto implica que a variação orçamental não consegue agora neutralizar completamente os efeitos do choque sobre o nível do produto, como podemos verificar em (1) e (2).

Assim, a resposta óptima da política orçamental aos choques sobre a procura não corresponde neste caso a um óptimo de primeiro grau, uma vez que estes choques irão afectar o nível de produto, de emprego e de preços, com efeitos sobre a economia do outro país. A solução será ainda mais negativa na ausência de coordenação, uma vez que cada país tende a ignorar aqueles efeitos que as suas decisões impõem à economia dos seus parceiros. Com efeito, e ao contrário do que sucedia antes, as reacções orçamentais a estes choques sobre a procura, já não são idênticas numa situação de coordenação ou de não coordenação. Assim, do ponto de vista da melhor resposta orçamental, já não podemos afirmar que a opção dos países no que se refere à coordenação é indiferente, face a este tipo de choques.

Por outro lado, relativamente aos choques sobre a produtividade, é possível manter as conclusões relativas retiradas da análise do modelo sem custos de ajustamento, apesar das reacções orçamentais, em termos quantitativos, serem agora ligeiramente diferentes.

2.2.2.2. Limitações das análises de coordenação

Os modelos teóricos sobre a coordenação internacional de políticas orçamentais assumem sempre na sua construção, necessariamente, inúmeros pressupostos de simplificação da realidade, que podem colocar alguns problemas aquando da sua aplicação à prática. A forma exacta como deve ser efectuada a coordenação, e a quantificação das suas potenciais vantagens ou custos, dependem do modelo de coordenação escolhido pelas autoridades económicas.

Por outro lado, como vimos no capítulo sobre as externalidades da política orçamental, existe ainda alguma incerteza quanto à magnitude e ao sinal daqueles efeitos transfronteiriços, o que

pode originar sérias consequências em termos das estratégias de política económica a delinear para a Comunidade Europeia. O desacordo entre os decisores da política económica, sobre a verdadeira estrutura dinâmica da economia, pode fazer com que a coordenação internacional das políticas orçamentais, baseada no modelo errado, provoque mesmo uma redução no bem estar global (Frankel e Rockett (1988)).

Além disso, mesmo assumindo que aquelas externalidades teriam um impacto significativo nas economias dos outros países, coloca-se a questão de definir concretamente a forma que essa coordenação deve adoptar. A imposição de limites aos défices pode ser uma boa solução para determinados casos, mas não para todos. É impossível estabelecer regras apropriadas para todas as situações. Contudo, por outro lado, se a coordenação das políticas orçamentais for mais flexível, deixando lugar à discricionariedade, corre-se o risco das decisões não serem tomadas no devido tempo, estarem sujeitas a possíveis erros de interpretação, e serem difíceis de vigiar.

Podemos assim enumerar um conjunto de factores que podem impedir a coordenação discricionária das políticas macroeconómicas de aumentar o bem estar em todos os países intervenientes (Bovenberg et al. (1991), Ploeg (1991)): informação imperfeita quanto aos efeitos precisos das políticas económicas, o que implica que as decisões de coordenação possam ser tomadas com base no modelo errado; exclusão dos acordos de coordenação de outros agentes interessados, como o sector privado e os governos futuros⁶⁸; atrasos na implementação das respostas de correcção; existência de custos de negociação e vigilância dos acordos; dificuldades em assegurar o seu cumprimento; possibilidade de provocar respostas adversas, por parte de países terceiros; etc..

Os processos de negociação podem ser demorados e conflituantes e, na ausência de mecanismos de coacção, existirá sempre a possibilidade de determinados países terem um incentivo para “free ride”, ou mesmo razões políticas internas para renunciar, mesmo que o comportamento de coordenação seja, em média, benéfico para todos. Daí que alguns autores defendam que a coordenação discricionária não é muito necessária se as regras funcionarem bem (não incentivando os países a desviarem-se, e fornecendo resultados satisfatórios).

Como se pode concluir, a coordenação das políticas orçamentais pode ser bastante difícil de delinear e implementar na prática. Assim, Wyplosz (1991), por exemplo, afirma que restam apenas duas possíveis soluções extremas: a primeira assenta numa forma bastante simples e

⁶⁸. Por esta razão, Bovenberg et al. (1991) consideram preferível o estabelecimento de regras, que iriam obrigar também os futuros governos.

flexível de coordenação, sem recurso a qualquer tipo de regras de política orçamental; a segunda assenta numa coordenação plena das políticas orçamentais, do tipo de um orçamento federal.

2.2.3. A Coordenação na União Monetária Europeia

O “Relatório Delors” conferiu uma grande importância à necessidade de coordenação das políticas orçamentais no seio da Comunidade⁶⁹. Logo para a primeira fase da UEM, o relatório (parág. 51) aconselha um reforço da coordenação das políticas orçamentais em três vertentes, que correspondem às três possíveis formas de coordenação que definimos no início desta secção: supervisão multilateral; linhas de orientação quantitativas; acções orçamentais concertadas entre os estados-membros.

Posteriormente, o relatório da Comissão das Comunidades Europeias, “One market, one money”, de preparação para a UEM, assume que a coordenação das políticas orçamentais, em conjunto com a disciplina e a autonomia, é uma das vertentes indispensáveis para o bom funcionamento da união monetária entre os estados-membros da Comunidade. Contudo, não considera necessária a coordenação estreita de políticas orçamentais em termos regulares admitindo como suficiente a imposição de limites superiores ao crescimento do défice e da dívida pública dos estados-membros. A coordenação num sentido estrito, de negociação formal e pontual das políticas orçamentais, justificar-se-ia essencialmente no controlo, quando necessário, da taxa de câmbio comum da união e da sua balança de transacções correntes. Por outro lado, poderia também justificar-se no sentido de delinear das grandes questões de política macroeconómica, no âmbito das estratégias dos grandes blocos económicos mundiais.

Por sua vez, o Tratado da União Europeia não indica, com absoluta clareza, qual o papel da política orçamental na futura UEM, ao contrário do que sucede em termos da política monetária. Contudo, no seu art.º 103.º, diz que “Os estados-membros consideram as suas políticas económicas uma questão de interesse comum e coordená-las-ão no Conselho...”, que “...elaborará um projecto de orientações gerais das políticas económicas...”. Assim, o Tratado prevê que o Conselho formule as orientações para a política económica dos estados-membros e dirija as recomendações necessárias aos países que não as cumpram. Contudo, não existe qualquer especificação concreta, ou qualquer mecanismo de coacção, no que se refere à concretização das políticas orçamentais, exceptuando as disposições referentes aos “défices

⁶⁹. Portes (1989) apresenta uma análise exaustiva das possíveis razões que conduziram o “Comité Delors” a colocar toda esta ênfase na necessidade de um grande grau de coordenação das políticas orçamentais na UEM.

excessivos”, que se destinam mais a resolver problemas específicos de “moral hazard” do que a impor a coordenação das políticas orçamentais.

Isto parece reflectir a opinião dos responsáveis pela elaboração do Tratado, de que a UEM não reforça significativamente a necessidade de coordenação explícita das políticas orçamentais. Assim, de acordo com a distinção que efectuámos no início, parece existir uma preferência pela coordenação com o recurso ao estabelecimento de regras⁷⁰, relativamente a uma forma de coordenação mais discricionária. O Tratado assumiu nesta área um carácter essencialmente “prudencial”, no sentido em que visa prioritariamente prevenir os riscos da indisciplina orçamental, em detrimento da definição de uma política económica comum, ou mesmo das modalidades precisas de coordenação das políticas económicas nacionais. Esta opção resultou certamente de um compromisso político entre os estados-membros, no sentido de não abandonar completamente a sua soberania neste domínio.

Contudo, as “Grandes orientações de política económica” adoptadas pela Comunidade em Dezembro de 1993, parecem conferir uma nova importância à necessidade de coordenação discricionária das políticas orçamentais entre os estados-membros, como forma de promover o processo de relançamento da economia europeia. “As orientações, ao recomendarem uma estratégia voluntária e concertada, conferem ao processo de coordenação um conteúdo claro, pela primeira vez na história da Comunidade Europeia”⁷¹.

2.3. O ORÇAMENTO CENTRAL

A crescente liberalização dos mercados de factores e de produtos, a centralização da política monetária ao nível comunitário e a implementação da moeda única ou de uma zona de câmbios irrevogavelmente fixos na Europa, retira aos governos dos diferentes estados-membros alguns dos instrumentos de que dispunham habitualmente para fazer face a determinados choques sobre as suas economias. Restam-lhes assim os instrumentos de política orçamental para tentar corrigir possíveis desequilíbrios embora, como vimos, também a independência nacional neste

⁷⁰. Com efeito, nos últimos anos, a coordenação das políticas económicas no seio da Comunidade Europeia, tem sido dominada sobretudo pela preocupação da convergência nominal no longo prazo o que, como vimos, deve ser distinguido da questão da necessidade de coordenação das políticas.

⁷¹. Commission des Communautés Européennes (1994a).

domínio se encontre cada vez mais limitada. A solução alternativa poderá passar por uma maior coordenação entre os estados-membros, analisada no ponto anterior, ou então por uma crescente centralização das funções orçamentais. Daí que, neste último caso, muitos autores apontem a necessidade de aumentar a dimensão do orçamento central comunitário, concedendo-lhe sobretudo um papel de redistribuição de rendimentos para as zonas mais afectadas com a perda daqueles instrumentos. Já em finais da década de sessenta, um dos autores tradicionais da teoria das zonas monetárias óptimas, Kenen (1969)⁷², insistia em que uma união monetária deverá necessariamente assumir um determinado grau de federalismo orçamental.

Com efeito, o sistema de paridades fixas dentro da Comunidade impede os estados-membros de utilizarem a taxa de câmbio para proceder a determinados ajustamentos dos preços relativos dos bens produzidos internamente relativamente aos produzidos externamente, ou dos bens transaccionáveis relativamente aos não transaccionáveis. A necessidade destes ajustamentos deriva sobretudo da rigidez dos preços e dos salários, que reagem muito lentamente aos choques, originando ajustamentos ineficientes pelas quantidades, geradores de desemprego. Além disso, o ajustamento dos preços e salários é assimétrico (mais rápido na subida do que na descida), o que implica que os países atingidos por choques adversos, sobre a procura ou sobre a oferta, irão sofrer uma contracção mais acentuada que a expansão dos países favoravelmente atingidos. Aquela rigidez é menos acentuada nos preços dos activos financeiros, normalmente mais flexíveis que os salários ou que os preços dos bens e serviços.

Por exemplo, um país que seja afectado por um declínio temporário na sua competitividade, o que provocará uma diminuição da procura pelas suas exportações, irá ter problemas ao nível do produto e do emprego, reforçados pela rigidez dos preços e dos salários. Nesta situação, ele pretenderá reduzir a procura por importações (diminuindo a despesa interna) e restaurar a competitividade (através, por exemplo, de uma queda nos salários). Com câmbios flexíveis, uma desvalorização da taxa de câmbio pode conseguir ambos os objectivos. Numa união monetária, com preços e salários rígidos, deverá existir uma transferência de fundos para esse país, de forma a compensar a impossibilidade de utilizar a taxa de câmbio para ultrapassar aquela rigidez⁷³ (Wyplosz (1991), e conseguir equilibrar as flutuações regionais de rendimentos e emprego.

72. Citado em DeGrawe (1993).

73. Contudo, é possível argumentar que a criação da União Monetária poderá contribuir para aumentar um pouco a flexibilidade dos preços e salários, através de uma política monetária central não acomodatória. Sem ajustamento monetário os agentes económicos terão de suportar os custos dos ajustamentos pelas quantidades, o que poderá levá-los a apressar o ajustamento dos preços e dos salários para os seus níveis de equilíbrio, reduzindo a necessidade de intervenção de políticas orçamentais estabilizadoras.

À política orçamental caberia, assim, o papel de tentar atenuar os efeitos prejudiciais dos desvios dos preços relativos face aos seus níveis de equilíbrio, actuando como um substituto parcial da taxa de câmbio no seu papel estabilizador. O orçamento central pode funcionar como uma garantia automática contra os choques assimétricos, através de uma certa redistribuição da procura agregada entre as diferentes regiões. Com efeito, em economias abertas, profundamente integradas, o aumento da procura através do crescimento das despesas públicas nacionais pode ficar com uma utilidade limitada, uma vez que os seus efeitos extravasam para os outros países via expansão das importações, enquanto que os custos com o aumento do défice são suportados pelo próprio país. Assim, existem alguns argumentos em favor de um aumento das despesas centralizadas, em políticas regionais e estruturais que permitiriam uma redistribuição de rendimentos de forma discricionária, ou da introdução de um sistema global de tributação de rendimentos e de segurança social, entre os estados-membros, que amortecia automaticamente as flutuações de rendimentos.

Esta questão adquire uma maior importância devido aos receios de que, na UEM, os países possam ficar cada vez mais expostos a choques assimétricos regionais, nomeadamente devido à tendência para uma maior especialização. Assim, se os choques regionais são provavelmente mais importantes numa economia europeia com um nível superior de integração, torna-se mais premente atentar à necessidade de políticas de estabilização regional. Numa união monetária estas políticas de estabilização devem ser asseguradas através de intervenções orçamentais. Contudo, como veremos no capítulo sobre a disciplina, os governos nacionais terão algumas dificuldades em prosseguir políticas orçamentais contracíclicas, tendendo mesmo a funcionar procíclicamente devido, nomeadamente, à necessidade de cumprir os critérios de convergência ou por limitações impostas pelos mercados de capitais. Isto parece colocar o peso da estabilização a um nível mais alto de federalismo orçamental.

Krugman (1992) utiliza um modelo simples tipo keynesiano, de equilíbrio de curto prazo no mercado de bens e serviços, para demonstrar a importância de um orçamento central como mecanismo estabilizador das economias nacionais, integradas numa união monetária. Suponhamos então o seguinte modelo:

- (1) $Y = C + G + I + X - M$
- (2) $C = b(1 - t)Y$
- (3) $M = mY$
- (4) $X, I = \bar{X}, \bar{I}$
- (5) $t = t_f + t_n$



$$(6) \quad G = G_f + t_n Y$$

A primeira equação representa o equilíbrio no mercado de bens e serviços, onde o produto (Y) é igual à procura global, constituída pela soma do consumo privado (C), gastos públicos (G), investimento (I) e exportações líquidas de importações ($X - M$). O consumo privado e as importações são proporcionais ao nível de rendimento, sendo b a propensão marginal ao consumo, t a taxa marginal de imposto e m a propensão marginal a importar.

Nas equações (5) e (6), supomos que os impostos e os gastos do sector público podem ser divididos em federais (f) e nacionais (n). Contudo, enquanto a despesa pública nacional deve ser equilibrada com os impostos cobrados pelo governo nacional, os gastos provenientes do orçamento federal e aplicados neste país podem ser considerados como fixos, uma vez que não precisam igualar os impostos federais cobrados aos agentes económicos internos. Apenas no conjunto global de todos os estados-membros é que os impostos federais poderão ter de coincidir com o total das despesas, caso se pretenda equilibrar o orçamento central.

Da equação de equilíbrio do modelo (curva IS), podemos retirar o multiplicador dos efeitos das alterações nas exportações (devido, por exemplo, a uma modificação nas preferências dos agentes económicos) sobre o nível de produto interno:

$$(7) \quad \frac{dY}{dX} = \frac{1}{1 - b(1 - t_f - t_n) - t_n + m}$$

Como podemos verificar, quanto maior for a parcela de impostos cobrados pelo governo nacional no total dos impostos, maior será o valor do multiplicador, provocando uma maior instabilidade no nível de rendimento interno, como resposta a choques sobre as exportações dos países. Assim, uma união monetária com um maior nível de federalismo orçamental permitirá um maior amortecimento dos choques assimétricos sobre as exportações, em economias regionais cada vez mais especializadas.

2.3.1. A função “seguradora” do orçamento central

Como já verificámos, a união monetária poderá limitar significativamente a capacidades dos diferentes países conduzirem políticas de estabilização independentes, na presença de choques assimétricos. Com efeito, a crescente mobilidade dos factores de produção, entre outros

elementos, limita a possibilidade dos estados-membros, por si só, prosseguirem políticas redistributivas autónomas, através do sistema nacional de tributação e transferências. Nas federações existentes há uma transferência desta responsabilidade para o governo central, pelo menos parcialmente, complementando as políticas fiscais dos governos regionais.

Com base na análise das experiências das uniões monetárias existentes, alguns autores⁷⁴ apontam para a necessidade de aumentar o orçamento central comunitário, através da constituição de um fundo com funções redistributivas, para fazer face a potenciais choques assimétricos que não podem já ser defendidos através da utilização nacional do instrumento taxa de câmbio. O esquema “segurador” proposto ajudará a defender as paridades cambiais, ao absorver uma parcela substancial dos choques inter-regionais, reduzindo as pressões sobre o sistema de paridades fixas e evitando o aparecimento de recessões graves em determinados estados-membros. Isto seria conseguido através de um sistema de impostos e transferências sociais a nível federal para, automaticamente, transferir recursos para as regiões directamente afectadas por choques regionais adversos.

Contudo, como refere Eichengreen (1993), nem todos os estudos efectuados sobre esta questão conseguem distinguir claramente este papel “segurador” de outras funções atribuíveis ao orçamento central, como a equalização dos níveis de rendimentos ou a estabilização macroeconómica face a determinados choques comuns. O efeito de equalização funciona quando as regiões com níveis de rendimento *per capita* mais baixos são alvo de transferências contínuas do orçamento central, com vista a aproximá-las dos níveis de rendimento médio. Por outro lado, o efeito de estabilização da política orçamental central entra em funcionamento quando a tributação diminui e as transferências aumentam, para todas as regiões em simultâneo, quando estas entram em recessão conjuntamente.

Na verdade, os choques económicos locais, não correlacionados, são bem geridos por aquele mecanismo “segurador”, o que já não sucede com os choques económicos comuns (Inman e Rubinfeld (1992)). O efeito de “seguro” regional verifica-se quando há uma aumento das transferências do governo central, líquidas de impostos, para um determinado estado, quando apenas este entra em recessão. Assim, como referem Sala-i-Martin e Sachs (1992), este mecanismo seria bastante positivo tanto para os estados com menores níveis de rendimento, como para aqueles com níveis de rendimento *per capita* acima da média. Assim, desta distinção resulta uma certa dificuldade em isolar os efeitos do mecanismo de “seguro” do orçamento

⁷⁴. Entre outros, podemos destacar Eichengreen (1990;1993), Ploeg (1991), Wyplosz (1991), Krugman (1992) e Sala-i-Martin e Sachs (1992).

central nas análises empíricas que veremos mais à frente⁷⁵.

Para a concretização do mecanismo “segurador” do orçamento comunitário, aqueles autores propõem a constituição de um fundo central, alimentado por receitas fiscais provenientes de toda a união e redistribuídas, o mais directamente possível (respeitando o princípio da subsidiariedade consagrado em Maastricht), aos agentes económicos mais afectados através de, por exemplo, subsídios de desemprego, formação profissional, programas de saúde, etc.. Este fundo assumiria as características de um seguro, de princípios mutualistas, cujos prémios seriam pagos por todos os “segurados”, de forma a cobrir os riscos dos choques negativos suportados por algumas regiões onde o nível de rendimento é temporariamente afectado.

Um potencial aspecto negativo deste esquema é a possibilidade de constituir um desincentivo à mobilidade do factor trabalho, não apenas em termos da vontade dos desempregados em procurar outras regiões, mas também dos próprios governos em implementarem políticas rigorosas de combate ao desemprego (Ploeg (1991)). Assim, alguns princípios devem ser respeitados:

- i) o fundo deve cobrir apenas os riscos adicionais derivados da constituição da união monetária e, portanto, da perda do instrumento cambial;
- ii) o fundo deve ajustar-se à evolução do ciclo económico, sem precisar de se encontrar permanentemente equilibrado (deve ser intertemporalmente equilibrado, para que os impostos possam ser “alisados” - “tax smoothing”);
- iii) devem-se evitar os problemas de “moral hazard”⁷⁶ e de “adverse selection”⁷⁷, potencialmente associados a qualquer esquema de seguros. Esta questão pode ser ultrapassada se o sistema for acompanhado por esquemas nacionais de desemprego, se os agentes económicos tiverem de suportar uma parcela dos riscos e se a participação no fundo for de carácter obrigatório⁷⁸.

⁷⁵. As tentativas para isolar aquele efeito passam, nomeadamente, por uma normalização das variáveis pela média nacional (para eliminar o efeito de estabilização) e por uma diferenciação das mesmas (com vista a retirar o efeito de equalização).

⁷⁶. Ao estarem cobertos por um seguro, os indivíduos podem apresentar a tendência de se expor mais despreocupadamente aos riscos.

⁷⁷. Os agentes económicos mais bem comportados podem recusar aderir e contribuir para o sistema, que atrairá sobretudo os agentes mais propensos ao risco.

⁷⁸. Para uma análise mais completa de todos estes princípios de funcionamento, ver Wyplosz (1991) e Ploeg (1991). Este último autor sugere mesmo regras mais concretas de funcionamento deste sistema e de harmonização dos esquemas nacionais com vista a evitar aqueles problemas.

Para calcular aproximadamente a dimensão requerida para um fundo com estes objectivos e características, podemos recorrer à comparação com a experiência dos Estados Unidos. Um estudo de Eichengreen (1990a) mostra que as transferências interestaduais naquele país representam cerca de 2% do seu PNB total⁷⁹, o que poderia constituir um valor de partida para o fundo comunitário. Contudo, é necessário ter em atenção algumas diferenças entre os dois casos, que impedem uma comparação rigorosa. A Comunidade Europeia apresenta uma taxa média de desemprego superior à dos Estados Unidos, e com maiores divergências entre os seus estados-membros. O estudo de Eichengreen apresenta uma taxa média de desemprego de 10,9% na Comunidade Europeia (com um desvio padrão de 4,93), contra uma taxa média de 6,95% nos Estados Unidos (com um desvio padrão de 2,23).

Esta diferença pode ser explicada, pelo menos parcialmente, pelo mais baixo grau de mobilidade do factor trabalho na Europa. Com efeito, os movimentos inter-regionais de capital e trabalho nos Estados Unidos, eliminam significativamente os problemas das regiões mais deprimidas. Apesar disso, as divergências persistentes nas taxas de desemprego entre os diferentes estados americanos parecem mostrar, em primeiro lugar, que um orçamento central superior não suprime totalmente os ajustamentos pelas quantidades e, em segundo lugar, que a maior mobilidade do factor trabalho não elimina completamente as diferenças entre as regiões.

Em resumo, estas diferenças estruturais entre os dois blocos económicos parecem indicar que o fundo “segurador”, aconselhado à Comunidade Europeia, deveria ter uma dimensão consideravelmente superior aos 2% do PNB em transferências interestaduais que se verifica nos Estados Unidos, nomeadamente por forma a conseguir obter os resultados que veremos a seguir.

Nos Estados Unidos, o orçamento central é o principal responsável pela estabilização regional (Krugman (1992), Sala-i-Martin e Sachs (1992)). Os governos estaduais não recorrem, normalmente, ao seu orçamento como instrumento de estabilização, não deixando mesmo actuar livremente os denominados “estabilizadores automáticos”. Todos os 50 estados, com excepção de Vermont, procuram equilibrar o orçamento, obedecendo a regras estatutárias ou constitucionais que impõem esse equilíbrio (Eichengreen (1990a)). Assim, a política orçamental em cada estado tende mesmo a actuar num sentido procíclico, contraindo-se em épocas de recessão regional devido à diminuição automática das receitas fiscais.

Contudo, o orçamento central dos EUA assume a capacidade de “segurar” os estados-membros contra os choques sobre o rendimento regional, através do sistema de tributação e do sistema de

⁷⁹. Este valor encontra-se um pouco desactualizado, uma vez que se reporta aos anos 60.

transferências federais (por exemplo, subsídios de desemprego e pagamento de pensões). Segundo cálculos de Sala-i-Martin e Sachs (1992) para o período de 1970 a 1988, este processo faz com que a descida de um dólar no rendimento pessoal per capita de uma região, resulte numa redução de 34 cêntimos nos impostos federais e num aumento de 6 cênt. nas transferências sociais⁸⁰. Como podemos verificar, este papel “segurador” assenta sobretudo na actuação do sistema federal de impostos sobre o rendimento, fazendo com que o processo de estabilização seja automático, e tanto mais eficaz quanto mais progressivo for o sistema fiscal e mais contracíclico seja o sistema de transferências.

Analisando o caso europeu, os autores afirmam que a descida de um dólar no nível de rendimento nacional reduzirá os pagamentos de impostos ao orçamento central europeu entre apenas 0,5 cênt. (Sala-i-Martin e Sachs (1992)) e 1 cênt. (Eichengreen (1990a)), valores consideravelmente inferiores aos verificados nos Estados Unidos. Estes autores reforçam assim a ideia de que a Europa devia adoptar este sistema federal, que ajudaria a defender as paridades cambiais ao absorver uma parcela substancial dos choques inter-regionais, reduzindo as pressões sobre o sistema de paridades fixas e a amplitude das recessões.

2.3.2. Outras funções do orçamento central

Para além do mecanismo de “seguro” já referido, têm sido apresentados outros motivos que justificariam um aumento da dimensão do orçamento central da Comunidade. Estes argumentos passam, desde logo, pela necessidade de assegurar algumas das funções económicas tradicionalmente atribuídas ao Estado, e que os governos nacionais poderão já não ter a capacidade de assegurar totalmente, como é o caso do fornecimento de determinados bens públicos, redistribuição de rendimentos com objectivos equitativos, estabilização macroeconómica para absorver choques económicos comuns (políticas orçamentais contracíclicas, discricionárias ou através dos “estabilizadores automáticos”).

- A função de equalização, com o objectivo de aproximar os níveis de rendimento das diferentes regiões europeias, pode ser bastante importante para a aceitação da UEM por parte dos agentes económicos, sendo vista como um requisito essencial para assegurar a estabilidade e a coesão social na Comunidade. O aumento das transferências em programas de desenvolvimento para as

⁸⁰. As críticas a estes resultados passaram, justamente, pela possível incapacidade dos autores em distinguir claramente os diferentes efeitos do orçamento central referidos anteriormente. Contudo, como refere Eichengreen (1993), as tentativas de reavaliação não forneceram resultados muito diferentes dos apresentados por Sala-i-Martin e Sachs.

regiões com estruturas produtivas menos desenvolvidas, que poderão mesmo ver os seus problemas agravados com a UEM, dependerá da importância futuramente conferida ao orçamento comunitário. Estes programas visam a transferência contínua de recursos para determinadas regiões com menores níveis de rendimentos, com vista a acelerar o seu desenvolvimento económico, aproximando-as dos níveis médios comunitários. Este objectivo de combater as diferenças estruturais entre as regiões deve ser assim distinguido claramente do objectivo de amortecimento dos choques assimétricos.

- Por outro lado, o orçamento central poderá assumir um papel importante na coordenação e fornecimento de bens públicos. Existem alguns tipos de gastos do governo que originam, normalmente, externalidades positivas para os outros países. É o caso, por exemplo, das despesas com a educação e a investigação, a rede de transportes, a qualidade ambiental, a defesa militar conjunta, etc., cujos custos são suportados apenas pelo próprio país mas cujos benefícios podem abranger os seus parceiros. Isto poderá conduzir, em determinadas situações, à verificação de níveis subóptimos de despesas públicas nacionais naquele tipo de bens e serviços. O orçamento central pode internalizar aquelas externalidades, financiando os bens públicos com externalidades significativas entre os estados-membros, de forma a atingir uma distribuição mais eficiente.

É evidente que um melhor fornecimento destes bens públicos poderia ser conseguido, de forma mais simples e directa, através de acordos voluntários negociados entre os estados membros. Contudo isso implicaria, pelo menos, uma estrutura administrativa central para elaborar e garantir o cumprimento desses acordos.

- Por último, uma outra tarefa que poderá ser exercida a nível central, pelo menos parcialmente, será a de facilitar e coordenar a recolha de determinados impostos. A maior mobilidade dos factores de produção e dos produtos no interior da Comunidade Europeia, coloca alguns problemas na recolha de determinados tipos de impostos, nomeadamente aqueles que incidem sobre os rendimentos do capital. Com efeito, a tributação pelos estados-membros sobre o capital móvel pode revelar-se ineficiente, devido a prováveis fenómenos de evasão e fraude fiscal, sugerindo a necessidade de intervenção de uma autoridade central da União Monetária para o controlo desta situação. Além disso, a maior mobilidade de algumas bases de tributação conduzirá a uma concorrência de taxas entre os governos regionais, podendo originar uma sub-tributação, acompanhada inevitavelmente por uma redução na oferta de bens públicos.

2.3.3. Críticas e custos das políticas centralizadas

Questionando um dos argumentos favoráveis ao aumento do orçamento central, alguns autores argumentam que como a mobilidade dos factores de produção é, e tenderá a permanecer, mais baixa na Europa, os governos nacionais poderão ter uma maior facilidade em aumentar os seus níveis de tributação sempre que necessário. Assim, os estados-membros poderão assumir individualmente a função de ajustamento aos choques, através da obtenção de empréstimos no mercado de capitais comunitário em períodos de diminuição dos rendimentos regionais.

Por outro lado, a utilização de um programa de impostos e transferências federais tal como foi proposto por vários autores, que assume a forma de um esquema de “seguro” entre todos os estados-membros, poderia originar um dos problemas potencialmente associados a qualquer esquema normal de seguros, o “moral hazard”⁸¹. Por um lado, um acordo para partilhar os riscos dos choques assimétricos entre os vários países pode incitar os governos nacionais a suportar políticas económicas que aumentam o risco regional. Por outro lado, o sistema de “seguro” pode mesmo desencorajar uma maior mobilidade dos factores de produção dentro da Comunidade, um dos mecanismos tradicionalmente considerado necessário para uma eficaz absorção dos choques assimétricos. Os agentes económicos individuais, directamente protegidos pelo “seguro”, terão menos incentivos para se deslocarem para áreas com maiores níveis de rendimentos, o que poderá provocar um resultado menos eficaz em termos económicos (embora certamente mais satisfatório em termos sociais).

Outros argumentos contra uma maior centralização das políticas orçamentais na Comunidade Europeia, têm a ver com a possível ineficácia ligada à multiplicidade de responsabilidades num mesmo domínio e com as interacções que resultam entre as negociações orçamentais nacionais e comunitárias. Por exemplo, os governos nacionais podem ser tentados a recomendar à Comunidade a aprovação de projectos que eles próprios recusariam a nível nacional, por não originarem resultados muito compensadores do investimento inicial.

Para tentar minorar os riscos e os custos de ineficiência associados à centralização das políticas, a Comunidade adoptou o já referido “princípio da subsidiariedade”, de acordo com o qual se devem privilegiar as intervenções geradas ao nível hierárquico mais baixo possível. Como referem Bureau e Champsaur (1992), a Comunidade Europeia começou por favorecer as políticas centralizadas, sobretudo as de âmbito sectorial como é o caso da Política Agrícola Comum, que absorve ainda hoje uma importante parcela do orçamento central comunitário.

⁸¹. Persson e Tabellini (1992) estudam aprofundadamente a possível existência deste conflito entre a partilha de riscos e as potenciais situações de “moral hazard”.

Contudo, estas políticas parecem encontrar dificuldades crescentes, devido aos seus elevados custos e aos inconvenientes que acarretam, em termos de uma má afectação de recursos. Daí que, nos últimos anos, os responsáveis comunitários tenham tentado alterar um pouco a situação, impondo uma maior disciplina a certas categorias de despesas, e procurando diminuir o peso dos gastos com a PAC (Zangl (1993)).

2.3.4. O futuro do orçamento central comunitário

A situação actual e as perspectivas de evolução futura, não nos permitem afirmar que o orçamento central da Comunidade Europeia se encontre no caminho para um orçamento do tipo federal. Na realidade, o alargamento do orçamento não parece vir a fazer parte, pelo menos num futuro próximo, da agenda de negociações dos responsáveis comunitários. Com efeito, o “Relatório Delors” e posteriormente o Tratado de Maastricht, não foram tão longe como o “Relatório Werner” em 1970, que propunha um maior grau de centralização da autoridade orçamental e um papel muito mais activo do orçamento central.

Uma análise da dimensão e estrutura do orçamento, e uma comparação com as federações existentes, permite-nos estabelecer um conjunto de grandes diferenças que impedem o orçamento comunitário de assumir as funções macroeconómicas acima descritas:

- o orçamento central da Comunidades Europeia tem um peso ainda bastante limitado, correspondendo a pouco mais de 1% do PIB global⁸². Além disso, a sua maior parcela é destinada à Política Agrícola Comum (ver quadro 1), o que o deixa indisponível para a prossecução de outros objectivos. Uma tentativa de aproximação às federações existentes implicaria um crescimento muito significativo daquele orçamento;

- grande parte do volume restante do orçamento central comunitário destina-se aos fundos estruturais direccionados às regiões com níveis mais baixos de rendimentos per capita, assumindo mais um efeito de equalização do que de “seguro”. Assim, as acções redistributivas em favor dos estados com níveis mais baixos de rendimentos⁸³, encontram-se ainda muito

82. O orçamento geral da Comunidade Europeia correspondeu, em 1993, a cerca de 1,2% do total do PIB comunitário (Commission des Communautés Européennes (1994a)), contra cerca de 48%, em média, nos estados-membros. Em 1992, os responsáveis comunitários fixaram um limite máximo para os recursos próprios da Comunidade, em 1,2% do PIB para 1993 e 1994, elevando progressivamente esse limite apenas até 1,27% do PIB em 1999 (Zangl (1993)).

83. Os fundos estruturais, que financiam programas para o desenvolvimento das regiões com mais baixos rendimentos e para melhorar os mercados de trabalho daquelas que apresentam taxas de desemprego estrutural mais elevadas, devem constituir a parte mais dinâmica das despesas comunitárias. Isto foi acentuado em Maastricht,

longe dos mecanismos de “segurança” automática das federações existentes;

- o governo federal dos Estados Unidos redistribui os rendimentos directamente de, e para, os agentes económicos individuais. Na Comunidade Europeia funciona um sistema de transferências intergovernamentais, orientadas para combater as diferenças estruturais entre as regiões e não com objectivos específicos de estabilização;

- para que o orçamento possa assumir a sua função estabilizadora é necessária uma reestruturação, que passaria por exemplo por um sistema de transferências para os estados-membros, em função das variações do PIB e das taxas de desemprego (mesmo sem aumentar muito a dimensão actual do orçamento);

- os recursos do orçamento comunitário provém de contribuições dos estados-membros, e não de impostos directamente cobrados aos agentes económicos individuais por uma autoridade central;

Quadro 1: Estrutura do orçamento da Comunidade Europeia, em 1993.

Orçamento da Comunidade Europeia (65 522,6 milhões ecu's)			
Despesas	%	Receitas	%
Feoga	59,3	Contribuições	75,9
Fundos regionais	12,8	Direitos aduaneiros	20,0
Fundos sociais	8,4	“Prélèvement” agric.	3,4
Administrações	5,2	Outros	0,7
Pesquisa	4,4		
Outros	9,9		

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a).

- o orçamento encontra-se necessariamente equilibrado (como foi desde logo estipulado no Tratado de Roma, artº. 199.º, e confirmado no Tratado de Maastricht), o que faz com que a Comunidade Europeia não disponha de qualquer instrumento orçamental que lhe permita assumir funções importantes de estabilização macroeconómica (progressividade dos impostos, possibilidade de contrair empréstimos, dimensão do orçamento, etc.);

com o objectivo da coesão económica e social. Contudo, estas transferências visam sobretudo combater as diferenças estruturais, não assumindo assim objectivos directos de estabilização regional.

- nos Estados Unidos, o governo federal controla um conjunto superior de funções de política macroeconómica, podendo estabelecer a “policy-mix” (entre as políticas monetária e orçamental) mais adequada aos seus objectivos.

Contudo, para além dos recursos orçamentais, é também necessária vontade política para instituir um orçamento central que iria absorver uma parte significativa da soberania que resta às autoridades económicas nacionais. Na realidade, tem-se verificado que por vezes existe uma certa oposição, por parte de alguns estados-membros, aos programas de redistribuição de rendimentos para os países com estruturas produtivas menos desenvolvidas. Contudo, como pretendem demonstrar Sala-i-Martin e Sachs (1992), a função “seguradora” do orçamento central que propõem não pretende atingir efeitos de equalização mas sim de seguro. Desta forma, todas as regiões comunitárias, mesmo as de maiores rendimentos, poderão beneficiar com o sistema, sempre que sejam atingidas por um choque assimétrico negativo.

Apesar de tudo, muitos autores⁸⁴ consideram que o federalismo orçamental não deve ser a solução a privilegiar para o futuro, preferindo o desenvolvimento das acções coordenadas entre os estados-membros. Gros e Thygesen (1992) afirmam que a Comunidade Europeia vai permanecer a um nível “pré-federal”, com um orçamento central que não excederá os 2 - 2,25% do PIB global e que, portanto, grande parte das competências no domínio orçamental permanecerão ao nível nacional. A grande parcela das receitas fiscais e das despesas públicas continuará a ser administrada por cada estado-membro, embora com todas as alterações e condicionantes que já antes apontámos.

⁸⁴. É o caso, por exemplo, de Bureau e Champsaur (1992).

3. A DISCIPLINA ORÇAMENTAL NA UEM

Uma questão que tem vindo a ser bastante discutida ao longo do processo de construção da União Económica e Monetária na Europa, é a necessidade de sujeitar os estados-membros a uma disciplina orçamental rigorosa, e as formas mais adequadas de incentivar os países a obedecer a essa disciplina. Com efeito, o exemplo dos anos 80 mostrou que quando a política orçamental é indisciplinada, e opera na direcção contrária à da política monetária, pode comprometer significativamente os objectivos de estabilidade dos preços e de estabilidade cambial.

Em termos muito sintéticos, a expressão disciplina orçamental pode ser entendida como a capacidade dos governos conseguirem manter uma trajetória sustentável do défice e dívida pública, ou seja, de cumprirem a sua restrição orçamental intertemporal. Como é evidente, e como veremos a seguir, é bastante difícil definir concretamente e quantificar com exactidão esta noção de disciplina orçamental. Além disso, a simples existência de défices é muitas vezes identificada imediatamente como um sinal de indisciplinada. Contudo, muitos autores salientam a potencial utilidade dos défices orçamentais, não apenas temporários com objectivos de estabilização conjuntural, mas também de défices prolongados, em determinadas situações.

O “Relatório sobre a União Económica e Monetária na Comunidade Europeia” (Relatório Delors), apontava a necessidade de disciplinar as políticas orçamentais dos estados-membros, nomeadamente através da sujeição a “regras e procedimentos vinculativos” supranacionais (parág. 19). Esta intenção foi posteriormente consubstanciada no Tratado da União Europeia, que impõe limites quantitativos aos valores dos rácios défice/PIB e dívida/PIB. A necessidade de imposição destes dois indicadores tem sido justificada, sobretudo, pelos seguintes argumentos principais:

- Impedir a possibilidade dos governos comunitários em dificuldades financeiras pressionarem os bancos centrais, para um financiamento monetário dos seus défices orçamentais, colocando em perigo a independência e a credibilidade do Banco Central Europeu, o que poderia comprometer a estabilidade monetária de toda a união (nomeadamente com uma subida das taxas de inflação).
- Evitar a existência de pressões políticas para uma operação de auxílio financeiro ao estado-

membro em risco de insolvência, por parte dos seus parceiros (regra do “no bail-out”). Uma vez que existem importantes externalidades entre os estados-membros, originadas por exemplo pela plena integração dos mercados financeiros, e dado que a solidariedade constitui um vector importante da filosofia das Comunidades Europeias, aquela regra poderá não ser completamente credível.

- Impossibilitar um acumular exagerado do stock de dívida pública, que torne mais provável uma situação de insolvência, obrigando o Estado a um repúdio total ou parcial dos seus compromissos, ou a um lançamento de novos impostos sobre o capital aos detentores de dívida pública. A análise desta situação é efectuada com base na restrição orçamental intertemporal do sector público, como veremos na secção 3.1..

- Evitar as externalidades negativas que uma política orçamental indisciplinada poderia impor aos outros países. O argumento utilizado é que cada estado-membro tende a ignorar aquele efeito negativo sobre os seus parceiros, não evitando assim políticas orçamentais demasiadamente expansionistas.

As duas primeiras questões estão já directamente salvaguardadas no Tratado da União Europeia, com uma cláusula que proíbe o Banco Central Europeu e os bancos centrais nacionais de conceder crédito ou adquirir títulos de dívida pública a qualquer organismo público da Comunidade (Artº. 104.º), e uma outra que desresponsabiliza completamente, e impede mesmo, a Comunidade e os estados-membros de assumirem quaisquer compromissos dos governos centrais, regionais ou locais de outro estado-membro (Artº. 104.º-B).

Assim, a utilização daqueles argumentos para justificar a imposição de limites quantitativos ao défice e à dívida, apenas permanecerá válida caso subsista a dúvida de que aquelas cláusulas do Tratado poderão não ser cumpridas, face a uma crise financeira pública num determinado estado-membro. Neste caso, poderiam surgir pressões políticas para uma operação de auxílio financeiro (“bail-out”) ao estado-membro em dificuldades, o que resultaria numa política monetária excessivamente expansionista e numa quebra de credibilidade das autoridades. Na verdade, a plena integração dos mercados financeiros, e o facto da filosofia subjacente ao processo de integração europeia pressupor uma maior solidariedade e interdependência entre os estados-membros, fazem com que a regra do “no bail-out” possa não ser completamente credível.

Além disso, uma análise da situação existente mostra que nos países com um grande grau de endividamento público, a autoridade monetária fica um pouco limitada no seu campo de actuação caso pretenda atingir objectivos mais globais da política económica, podendo ser

tentada a afrouxar um pouco a sua disciplina. Uma política monetária contraccionista, por exemplo, iria agravar imediatamente os problemas orçamentais em duas vertentes: por um lado, o abrandamento da actividade económica irá reduzir as receitas provenientes dos impostos e aumentar as despesas públicas, nomeadamente com os subsídios de desemprego; por outro lado, a subida das taxas de juro irá aumentar os encargos financeiros com a dívida já contraída.

Mesmo que o Banco Central Europeu consiga uma reputação de total independência dos possíveis problemas orçamentais de um determinado estado-membro, a expectativa de uma situação de insolvência do sector público desse país terá certamente consequências sobre todos os seus parceiros. Com efeito, retirando-se a possibilidade de assistência financeira a esse estado, ele terá de renunciar pelo menos a parte da sua dívida, ou então abandonar a UEM para a poder monetizar. A primeira hipótese poderá provocar uma crise financeira no mercado europeu, uma vez que essa dívida, com a liberalização do mercado de capitais, estará espalhada por carteiras de investidores de toda a Comunidade⁸⁵. A segunda opção implicará uma crise de confiança dos investidores, que voltarão a exigir um prémio de risco de desvalorização da dívida e um prémio de risco de câmbio.

Quanto à última questão, parece não haver grande contestação à existência daquelas externalidades, embora as análises diverjam quanto à sua magnitude. Como vimos no primeiro capítulo, dentro de uma zona de taxas de câmbio fixas a indisciplina orçamental num determinado estado-membro provocará uma subida da taxa de juro comum (em proporção do peso económico relativo do país na zona monetária), com reflexos em todos os seus parceiros. Contudo, alguns autores (é o caso de Buitter (1992), por exemplo) não concordam com o carácter prejudicial destes efeitos e com a absoluta necessidade de os evitar, como veremos mais à frente.

Este capítulo começa por uma verificação analítica da capacidade de solvência do Estado, expressa pela restrição orçamental intertemporal, sobre a qual é possível efectuar determinados testes quanto à sustentabilidade da política orçamental de um determinado país. A justificação para efectuarmos aqui esta análise, vem do facto de muitos autores defenderem que, em lugar dos limites fixos e uniformes ao défice e dívida dos estados-membros, o Tratado deveria antes incluir apenas uma regra para evitar situações de endividamento excessivo, com base na observação desta restrição orçamental.

⁸⁵. Surge aqui um conflito potencial com a já referida independência e credibilidade do Banco Central Europeu, uma vez que este assume também a responsabilidade de assegurar a estabilidade nos mercados financeiros. Com efeito, o protocolo relativo aos estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, anexo ao Tratado da União Europeia, indica que uma das suas atribuições será "... contribuir para a ... estabilidade do sistema financeiro." (art.º 3º.3.).

As duas secções seguintes averiguam se a constituição de uma união monetária representa, por si só, um incentivo à disciplina orçamental dos seus membros ou se, pelo contrário, estimula o crescimento dos défices e dívidas públicas. O resto do capítulo debruça-se mais concretamente sobre os critérios de convergência decididos em Maastricht, a sua origem, as críticas que lhe têm vindo a ser apontadas e as consequências negativas, em termos económicos, que poderão originar. No final é feita uma análise à situação actual das finanças públicas na Europa, e à evolução verificada durante a primeira fase da UEM.

3.1. SOLVÊNCIA DO SECTOR PÚBLICO

A disciplina da política orçamental de um determinado país é muitas vezes identificada, simplesmente, com a sua situação técnica de solvência, ou seja, a capacidade de cumprir a sua restrição orçamental intertemporal.. Os sucessivos défices orçamentais e o acumular de dívida pública verificados, sobretudo na década de 80, em muitos países da OCDE, vieram chamar a atenção para o problema da possível insustentabilidade das políticas orçamentais do sector público, das implicações económicas de tal comportamento e da melhor metodologia para o disciplinar.

Numa união monetária, potenciais situações de endividamento excessivo num determinado estado-membro podem causar problemas importantes, sobretudo ao sector financeiro. A subida da taxa de juro dos títulos de dívida pública provoca uma desvalorização desses títulos (diminui o seu preço), prejudicando bastante os bancos e outras instituições financeiras, que detêm grandes volumes de títulos do Estado nas suas carteiras de créditos. Para evitar a crise financeira, o BCE pode ser forçado a intervir, comprometendo os seus objectivos de estabilidade monetária.

Nesta secção vamos deixar de parte os indicadores de disciplina orçamental propostos no Tratado da União Europeia, e verificar se existem problemas de solvabilidade em alguns dos países membros da Comunidade. Com efeito, como veremos mais à frente, alguns autores encontram problemas de solvabilidade do sector público mesmo em estados-membros que estão próximos de cumprir os requisitos orçamentais de Maastricht. Isto significa que também estes países deverão alterar a sua política orçamental e/ou tentar influenciar algumas das variáveis macroeconómicas mais importantes (taxa de crescimento do produto, inflação, taxa de juro,

factores demográficos, entre outras).

Vamos aqui considerar, em termos sintéticos, que uma determinada política orçamental é insustentável se não consegue garantir a solvabilidade de longo prazo do sector público, isto é, se permite que a dívida cresça numa proporção excessiva, impedindo a capacidade do seu total reembolso pelo Estado⁸⁶. Esta situação obrigaria o governo a tomar medidas extraordinárias, tais como o repúdio, total ou parcial, das suas obrigações, uma grande monetização inflacionista, lançamento de novos impostos sobre o capital, etc..

Como é evidente, esta condição não impede a existência de défices orçamentais pontuais, desde que estes não se revelem sistemáticos e excessivos, ou que sejam compensados por futuros superávites. Além disso, uma política orçamental insustentável não implica necessariamente uma situação de falência do Estado. É sempre possível, pelo menos no plano teórico, reajustar essa política em determinado momento no futuro, de modo a inverter a situação. Para tal, será necessário aumentar o nível de tributação, reduzir as despesas públicas, ou mesmo aumentar a massa monetária, provocando uma inflação que reduzirá o valor real da dívida (“inflation-tax”).

Contudo, na prática existem alguns limites à capacidade de um governo conseguir apresentar superávites primários muito elevados. Além disso, para além do problema da solvabilidade, há que ter sempre em atenção outras questões importantes ligadas à indisciplina orçamental, como as possíveis ameaças à estabilidade financeira, os efeitos redistributivos envolvidos no processo, etc..

A verificação da situação de solvabilidade do Estado assenta na noção de equilíbrio orçamental intertemporal, ou seja, o valor actualizado dos superávites futuros deve ser pelo menos igual ao montante inicial da dívida. Esta definição implica, obviamente, a necessidade de uma previsão sobre a evolução de determinadas variáveis no futuro (taxa de crescimento real do produto, taxa de inflação, taxa de juro, etc.).

3.1.1. A Restrição Orçamental Intertemporal

Em termos teóricos, um governo encontra-se tecnicamente insolvente quando a sua restrição orçamental não é respeitada. Contudo, a verificação desta situação na prática não é uma tarefa

⁸⁶. Excluímos a hipótese de existência dos denominados “Ponzi schemes”, ou seja, a possibilidade de financiar sistematicamente os encargos com os juros da dívida através da emissão sucessiva de nova dívida. Para tal, é necessário que a dívida pública cresça a uma taxa inferior à taxa de juro.

fácil ou incontroversa. Com efeito, o carácter intertemporal da restrição implica que os níveis actuais de dívida e défice públicos devem ser comparados com os níveis futuros de despesas e receitas do Estado, e com a evolução de outras variáveis macroeconómicas.

Para definir a restrição orçamental intertemporal, comecemos pela seguinte equação, que apresenta a igualdade contabilística que descreve a acumulação de dívida pública:

$$(1) \quad D_t = G_t - T_t + (1 + r) D_{t-1}$$

onde:

D: dívida pública

G: despesas públicas (incluindo investimento público e excluindo juros da dívida)

T: receitas públicas

r: taxa de juro

Arrumando os termos, e designando a diferença entre as despesas e as receitas públicas por défice primário ($DEFP_t = G_t - T_t$), obtemos:

$$(2) \quad D_t - D_{t-1} = DEFP_t + r D_{t-1}$$

O crescimento da dívida é dado pela soma do défice primário com os encargos com os juros da dívida contraída anteriormente. Dividindo todas as variáveis pelo PIB_{pm,t}, e representando-as por letras minúsculas:

$$(3) \quad \frac{D_t}{PIB_t} - \frac{D_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+g)} = \frac{DEFP_t}{PIB_t} + \frac{r D_{t-1}}{PIB_{t-1}(1+g)}$$

$$(4) \quad d_t - \frac{d_{t-1}}{1+g} = def_t + \frac{r}{1+g} d_{t-1}$$

$$(5) \quad d_t - d_{t-1} = \frac{r-g}{1+g} d_{t-1} + def_t$$

Para simplificar, consideramos que a taxa de juro (r) e a taxa de crescimento do produto (g) são

constantes ao longo do tempo. Como se pode observar, um crescimento económico mais elevado faz diminuir o ritmo de crescimento do rácio da dívida, pois reduz o peso da dívida contraída anteriormente e, portanto, os encargos financeiros com o serviço dessa dívida.

O valor do défice primário necessário para estabilizar o rácio dívida/PIB ($d_t - d_{t-1} = 0$) é:

$$(6) \quad \text{defp}_t = - \frac{r - g}{1 + g} d_t$$

Esta equação indica-nos que se a taxa de crescimento do produto fosse superior à taxa de juro (ou seja, $g > r$), seria sempre possível continuar a apresentar défices orçamentais sem nunca ameaçar a solvabilidade do Estado. Como se pode observar, o crescimento do produto permite, por si só, financiar o serviço da dívida e ainda uma fracção do défice primário. Neste caso, o governo não estaria, na prática, sujeito a uma restrição orçamental, pois poderia emitir dívida indefinidamente sem sequer ter necessidade de a reembolsar. Com efeito, se o governo equilibrasse o saldo primário (excluindo os encargos com os juros), o montante da dívida iria continuar a crescer a uma taxa exactamente igual à taxa de juro, mas o rácio dívida/PIB iria diminuir progressivamente.

Quadro 1: Taxas de juro e taxas de crescimento do produto, em termos reais.

	1961-70		1971-75		1976-80		1981-85		1986-90		1992	
	r	g	r	g	r	g	r	g	r	g	r	g
Alemanha	4,2	4,4	2,7	2,1	3,1	3,4	4,5	1,2	5,4	2,9	1,9	2,2
Bélgica	3,4	4,9	-0,6	3,4	3,2	2,9	5,3	0,6	6,4	3,3	5,4	2,1
Dinamarca	1,8	4,4	2,6	2,0	4,5	2,5	8,0	2,6	6,9	1,0	9,8	3,0
França	1,8	5,7	-0,2	4,0	-0,4	3,3	4,1	1,5	6,1	3,0	4,4	2,3
Holanda	1,6	5,6	-0,5	3,1	2,7	2,6	5,5	1,0	6,3	2,2	5,4	1,3
Irlanda	2,3	4,3	-1,0	4,5	-0,1	4,6	2,7	2,4	6,9	3,4	5,1	2,3
Itália	3,0	5,7	-2,6	2,8	-2,3	4,8	3,4	1,6	4,8	3,2	5,7	2,0
R. Unido	2,9	2,9	-1,6	2,2	-1,1	1,8	4,7	1,9	3,9	3,6	3,1	2,0

Fonte: Burda e Wyplosz (1993) e Buiter et al. (1992) para os dados de 1992.

Contudo, a hipótese mais plausível, e que vamos admitir a partir daqui, é a de que a taxa de juro é superior à taxa de crescimento do produto ($r > g$). Na prática, este pressuposto não se

verificou nos anos 60 e 70, mas tem sido sempre cumprido desde essa altura (ver quadro 1), esperando-se que continue a verificar-se pelo menos nos próximos anos, sobretudo depois do aumento das taxas de juro que se seguiu ao processo de reunificação das Alemanhas⁸⁷. Isto pressupõe a necessidade de se verificarem superávites primários no futuro para estabilizarem o rácio dívida/PIB, tanto maiores quanto mais elevado for o valor deste rácio.

Resolvendo a equação (5) por recorrência, e utilizando o valor esperado dos montantes futuros do défice e da dívida, actualizados para o momento t (o factor de actualização é $\phi = (1 + r) / (1 + g)$), obtemos:

$$(7) \quad d_t = - \sum_{i=1}^{\infty} \phi^{-i} E_t \text{defp}_{t+i} + \lim_{i \rightarrow \infty} \phi^{-i} E_t d_{t+i}$$

A condição de solvabilidade do sector público exige que, se existe a expectativa de que o valor descontado da dívida pública tenda assintoticamente para zero no limite, então o valor presente da dívida deve, pelo menos, igualar o valor esperado da soma dos futuros superávites primários (excluindo o serviço da dívida):

$$(8) \quad \lim_{i \rightarrow \infty} \phi^{-i} E_t d_{t+i} \leq 0 \quad \text{ou,}$$

$$(9) \quad d_t \leq - \sum_{i=1}^{\infty} \phi^{-i} E_t \text{defp}_{t+i}$$

A equação (8) é conhecida como condição de “no Ponzi scheme”, significando que a dívida pública não pode crescer, assintoticamente, a uma taxa superior à taxa de juro, isto é, o governo não pode servir indefinidamente a sua dívida através da obtenção de novos empréstimos (emissão de nova dívida). A equação (9) impõe que o valor actual da dívida pública não pode exceder o valor actualizado dos futuros superávites primários, constituindo assim a formalização da restrição orçamental intertemporal do sector público.

Apesar disto, a não verificação das condições (8) e (9) em determinado momento, não implica necessariamente uma situação de falência do Estado. Como já referimos, para a evitar basta que as autoridades invertam a sua política orçamental, aumentando as receitas, diminuindo as

⁸⁷. Para uma justificação deste pressuposto ver, por exemplo, Gaspar (1992).

despesas, ou emitindo mais moeda.

Contudo, Wyplosz (1990) e Bovenberg et al. (1991), seguindo uma ideia já antes apresentada por Blanchard (1984), advertem para a possível existência, na prática, de limites máximos à capacidade de aumento das receitas do Estado (por motivos económicos e políticos) e limites mínimos à sua capacidade de redução das despesas (nomeadamente devido à existência de determinado compromissos anteriores, como é o caso da Segurança Social e dos serviços de saúde). Isto significaria que o saldo primário apenas pode ser ajustado dentro de certas margens e, assim, o rácio da dívida/PIB não poderia atingir valores incompatíveis com aquelas margens. Ajustando a equação (5):

$$(5') \quad d_t - d_{t-1} = \frac{r - g}{1 + g} d_{t-1} - sp_t$$

onde sp representa o saldo primário do sector público (um valor negativo indica um défice primário no orçamento). Assim, para estabilizar a dívida pública, é necessário que:

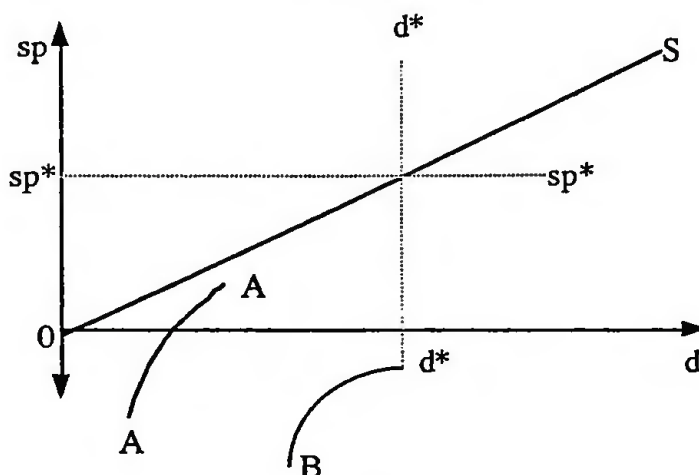
$$(6') \quad sp_t = \frac{r - g}{1 + g} d_t$$

Com base nesta equação podemos representar, num sistema de eixos, as diferentes combinações de rácio da dívida e saldo primário compatíveis com a estabilização daquele rácio, representadas sobre a curva OS (ver gráfico 1). O valor do rácio da dívida (d) cresce em qualquer ponto abaixo da curva e diminui na área acima da curva. Vamos considerar que as rectas sp^* e d^* representam, respectivamente, os limites máximos possíveis para o saldo primário e para o rácio da dívida, compatíveis com a estabilização deste último.

Por outro lado, as receitas e despesas do Estado podem apresentar diferentes velocidades de ajustamento consoante os países e as posições de partida, dado existirem também limites àquela velocidade. Por exemplo, partindo de uma posição onde o rácio dívida/PIB está a crescer (abaixo da curva OS), podem ser necessários alguns anos até que o governo consiga atingir um superávit primário compatível com a estabilização do rácio da dívida (a trajectória de ajustamento poderia ser a curva AA). Por outro lado, se o país partir da posição dada pelo ponto B, encontrar-se-á numa posição insustentável, uma vez que, mesmo com uma progressiva redução do défice, o nível máximo de dívida (d^*) é alcançado antes da total

eliminação desse défice.

Gráfico 1: Limites para a estabilização da dívida pública.



Fonte: Blanchard (1984) e Bovenberg et al. (1991).

Além disso, o processo de ajustamento orçamental em curso pode influenciar entretanto os valores da taxa de juro (r) e da taxa de crescimento do produto (g). Assim, a recta OS desloca-se no sentido dos ponteiros do relógio se a diferença ($r - g$) diminuir (por exemplo devido a ganhos de credibilidade sobre a taxa de juro) e desloca-se no sentido contrário se aquela diferença aumentar (por exemplo devido ao impacto da diminuição da procura no crescimento do produto).

A concretização da União Económica e Monetária pode alterar as margens d^* e sp^* , devido às limitações impostas à variação das receitas e despesas do Estado, nomeadamente as que derivam de uma maior mobilidade das bases de tributação fiscal (ver secção 1.1.). Por outro lado, pode também alterar a relação entre r e g , provocando uma variação na inclinação da recta OS. Uma política orçamental disciplinada teria de conseguir manter o valor do rácio da dívida bem dentro daquelas margens compatíveis com uma possível estabilização, pois de contrário o país enfrentaria graves problemas de solvabilidade.

3.1.2. Testes à condição de solvabilidade

A verificação empírica de possíveis situações de insolvência do sector público é uma tarefa bastante difícil, sobretudo devido à necessidade de utilização de previsões sobre a evolução de

determinadas variáveis macroeconómicas (receitas de impostos, gastos públicos, taxa de crescimento do produto, taxa de juro, taxa de inflação, etc.). Nos últimos anos têm sido propostas diferentes formas de verificação das condições de solvabilidade do sector público, que assentam, basicamente, em testes efectuados sobre as equações (8) e (9).

*) Wilcox (1989), seguindo o trabalho pioneiro de Hamilton e Flavin de 1986, embora com algumas alterações, efectuou testes sobre a estacionariedade da série actualizada da dívida pública, utilizando um modelo ARIMA (Box-Jenkins). Dada uma determinada série temporal dos valores descontados da dívida de um determinado país, considera-se que a sua política orçamental actual é sustentável, se a trajectória prevista para a dívida converge para zero.

Descontando a série da dívida para um determinado período base, vai testar se ela é estacionária em covariância e se a média incondicional do processo de geração de dados é nula, ou negativa. A existência de um parâmetro constante (“drift”) ou de uma tendência temporal (“time trend”) implica a rejeição da hipótese de solvabilidade do sector público. Aplicando os testes apenas ao caso dos EUA (com dados até 1984), o autor conclui que a política orçamental daquele país não é sustentável, exigindo uma alteração no comportamento futuro do governo.

*) Na mesma linha de análise seguida por Wilcox, mas aplicando a metodologia ao caso dos países comunitários, Corsetti e Roubini (1992) efectuaram também testes para verificar a possível existência de problemas de solvabilidade em 10 países da Comunidade Europeia⁸⁸. Os seus testes apontam para uma situação de insolvência na Itália, Bélgica, Grécia, Irlanda e Holanda, países que apresentam grandes rácios dívida/PIB, sobretudo os três primeiros. Contudo, a situação é mais preocupante para os governos italiano e grego, uma vez que, segundo os autores, os restantes países em dificuldades iniciaram já um programa de ajustamento orçamental e de redução do défice que poderá inverter os resultados, mas cujos efeitos não são ainda detectados pelos testes.

*) Uma outra abordagem aos testes sobre a condição de solvência, utilizada por exemplo em Jondeau (1992), baseia-se na análise das relações de longo prazo das receitas e das despesas públicas, que devem satisfazer a restrição orçamental intertemporal que vimos na secção anterior. Para a análise empírica, o autor recorre a métodos ligados à teoria da cointegração. A restrição orçamental intertemporal exige que as receitas e as despesas globais sejam cointegradas, com um vector de cointegração (1 - 1), de forma a que o défice global seja estacionário. Os testes foram efectuados apenas para o caso francês, no período 1965-90, e os

⁸⁸. A análise não é efectuada para o caso português, uma vez que a série temporal, disponível, da dívida pública, não é suficiente para efectuar os testes de solvência.

resultados obtidos não permitiram rejeitar a hipótese da insustentabilidade da política orçamental no conjunto do período, devido à ausência de relação de cointegração entre as receitas e as despesas públicas.

*) De forma a contornar a dificuldade prática em prever a evolução das variáveis no futuro, Blanchard (1990) sugere um outro tipo de indicadores de solvabilidade do sector público, tentando utilizar apenas previsões das variáveis para um futuro muito próximo. Também baseados na restrição orçamental intertemporal, estes indicadores assentam no cálculo dos “desvios primários” (“primary gaps”) das posições orçamentais, que consistem, basicamente, na comparação entre o saldo orçamental que se regista em determinada economia e o saldo necessário para estabilizar o rácio dívida/PIB. Esta análise permite, por exemplo, avaliar o ajustamento orçamental necessário para estabilizar e reduzir aquele rácio em alguns países comunitários. Utilizando esta metodologia, Buitter et al. (1992) verificaram a necessidade de uma correcção fiscal significativa na Itália e na Grécia, de forma a evitar uma possível situação de insolvência.

Convém referir que os testes aqui apresentados indicam a possível existência de dificuldades orçamentais, mas não são capazes de indicar o momento em que devem ser efectuadas as devidas correcções no comportamento orçamental do governo. Além disso, estas alterações podem mesmo já ter ocorrido durante o período analisado⁸⁹. Contudo, os testes tradicionais de quebras estruturais na série em análise apenas podem ser efectuados em séries estacionárias. Se a não estacionariedade da série não pode ser rejeitada, o teste não consegue captar aquela inversão de tendência.

Por outro lado, os testes sobre a estacionariedade da série da dívida não tomam em consideração os níveis exactos a que ela pode estabilizar. Na verdade, quanto mais elevado for o nível a que a série da dívida estabilize maiores serão os problemas para o país em causa, nomeadamente devido aos encargos financeiros suportados com os juros dessa dívida.

*) De uma forma mais simples, e utilizando a equação (5), podemos averiguar qual o valor do saldo primário necessário para estabilizar a dívida pública nos países europeus (ver quadro 2). Como já referimos, esta análise implica a necessidade de utilização de valores futuros para a taxa de juro real e para a taxa de crescimento real do produto. Para tal, foram utilizadas as hipóteses colocadas pela Comissão das Comunidades⁹⁰ de uma convergência da taxa de juro

⁸⁹. É o caso da Irlanda e da Bélgica em meados dos anos 80 e da Holanda no início da presente década.

⁹⁰. Commission des Communautés Européennes (1990a). Um estudo semelhante, realizado pela OCDE (Economic Outlook, 1990) utiliza os valores actuais da taxa de juro e de crescimento do produto. Uma comparação entre os dois estudos pode ser encontrada em Gros e Thygesen (1992), como veremos a seguir, que,

real para o nível de 5% e de crescimento do produto para 3%, acrescida de 0,5 pontos percentuais para os quatro membros com um PIB *per capita* inferior, em 25%, à média comunitária. Na última coluna do quadro apresenta-se o desvio entre o saldo primário que estabilizaria a dívida pública a médio prazo, e o saldo primário que se verificava realmente em 1989 (um valor positivo indica que este saldo primário não é suficiente para estabilizar o rácio da dívida).

Quadro 2: Condições de solvabilidade na Comunidade Europeia.

	Dívida (1989)	Saldo primário (1989)	Taxa de crescimento prevista	Saldo primário necessário	Desvio
Alemanha	43,0	1,6	3,0	0,83	-0,77
Bélgica	128,4	2,4	3,0	2,49	0,09
Dinamarca	63,5	4,7	3,0	1,23	-3,47
Espanha	43,8	-0,9	3,5	0,63	1,53
França	35,5	0,8	3,0	0,69	-0,11
Grécia	86,2	-10,1	3,5	1,25	11,35
Holanda	78,4	1,1	3,0	1,52	0,42
Irlanda	104,9	7,7	3,5	1,52	-6,18
Itália	98,9	-2,3	3,0	1,92	4,22
Luxemburgo	9,0	1,2	3,0	0,17	-1,03
Portugal	73,1	-3,2	3,5	1,06	4,26
Reino Unido	44,3	4,3	3,0	0,86	-3,44

Notas: Os dados são apresentados em percentagem do PIB. No cálculo do saldo primário necessário para garantir a solvabilidade, pressupõe-se uma taxa de juro igual para todos os membros (5%) e uma taxa de crescimento do produto de 3%, excepto para os países onde o PIB *per capita* é 25% inferior à média comunitária.

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1990a), p. 118.

Como se pode concluir do quadro, grande parte dos países comunitários encontra-se, teoricamente, numa situação sustentável de evolução da dívida pública. Os problemas surgem sobretudo nos países que actualmente apresentam rácios muito elevados de dívida/PIB, como é o caso da Grécia e da Itália, e que não conseguiram ainda apresentar superávites primários nas suas contas públicas.

salientando as diferenças entre eles, demonstra que não é possível avaliar a solvabilidade da política orçamental com grande precisão.

3.1.3. Limitações do indicador

Como vimos na secção anterior, é possível determinar analiticamente, embora com base em inúmeras hipóteses simplificadoras, o saldo primário necessário para assegurar a sustentabilidade da política orçamental dos países comunitários. Com base nesta análise poderíamos estabelecer um critério de disciplina orçamental, com limites mínimos para o saldo primário compatível com a estabilização ou diminuição do rácio dívida/PIB.

Contudo, Gros e Thygesen (1992) apresentam algumas objecções à escolha deste tipo de indicador de disciplina. Em primeiro lugar, esta regra poderia incitar a um certo abandono da disciplina orçamental nos países que apresentam hoje saldos primários acima dos compatíveis com a estabilização do rácio da dívida, como podemos verificar no quadro 2. Por outro lado, o cálculo daqueles valores limite assumiria sempre um grande grau de incerteza, sobretudo porque, como vimos, necessita de determinadas hipóteses de evolução de algumas variáveis. Como frisámos na secção anterior, dois dos estudos efectuados sobre esta questão, da OCDE e da Comissão Europeia, diferem significativamente nos valores encontrados. O quadro seguinte mostra estas diferenças, apresentando as discrepâncias verificadas entre os dados daqueles dois organismos internacionais.

Quadro 3: A necessidade de ajustamento orçamental - diferenças entre os dados da OCDE e da Comissão Europeia.

	Dívida	Taxa de juro - taxa de crescimento	Saldo Primário	Saldo Primário Necessário
Alemanha	21,1	0,0	0,2	0,22
Bélgica	6,1	-1,2	-1,8	0,45
Dinamarca	40,4	-4,4	0,9	-1,11
Espanha	14,5	-1,9	-2,5	2,16
França	8,1	-1,7	-0,2	-0,03
Grécia	7,2	-0,4	-4,3	4,13
Holanda	21,2	-0,9	1,3	-1,39
Irlanda	-17,7	-2,6	1,9	-5,35
Itália	4,6	-2,2	-1,2	-0,81
Reino Unido	11,4	-2,5	1,9	-2,49

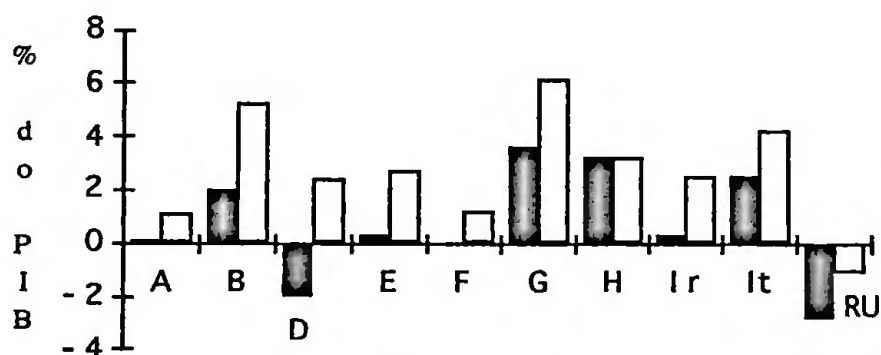
Notas: Dados em percentagem do PIB. Portugal e Luxemburgo não constam no relatório da OCDE.

Fonte: Gros e Thygesen (1992), p. 282.

As diferenças verificadas no quadro resultam dos valores de base utilizados pelos dois organismos: a OCDE utilizou valores de dívida líquida enquanto a Comissão optou pela dívida em termos brutos; por outro lado, enquanto a OCDE utilizou valores actuais das taxas de crescimento e das taxas de juro, a Comissão assumiu que a taxa de juro real se situará no futuro nos 5%, dois pontos acima da taxa de crescimento do produto⁹¹. Contudo, em termos globais, ambos coincidem em apontar possíveis problemas na Grécia, Holanda, Itália e Portugal.

Uma outra complicação poderá surgir no que diz respeito aos montantes exactos do défice do sector público divulgados pelos diferentes países. Teoricamente, a tendência deveria ser para que, em média, os valores registados para os défices globais (incluindo os encargos com os juros da dívida contraída anteriormente) coincidisse com as alterações verificadas no valor da dívida, de acordo com a equação (2) $[D_t - D_{t-1} = Defp_t + r D_{t-1}]$. Contudo, como demonstram Gros e Thygesen (1992), não é isto que acontece na realidade, como podemos comprovar pela análise do gráfico 2.

Gráfico 2: Discrepâncias entre os défices declarados e a variação da dívida pública.



Nota: A cheio representa-se o défice contabilizado e, a branco, a variação registada na dívida do sector público, ambos em percentagem do PIB.

Fonte: Dados retirados de Gros e Thygesen (1992)

Os valores apresentados na última coluna indicam que na realidade, com excepção da Holanda, a dívida cresce normalmente mais do que seria de esperar teoricamente, de acordo com os valores oficialmente apresentados para os défices. Assim, na prática, a dívida do sector público

⁹¹. Um valor talvez demasiado elevado para vigorar realmente na futura união monetária europeia.

poderá continuar a crescer, mesmo que os valores oficialmente registados para os défices indiquem que ela se deveria encontrar estacionária ou mesmo decrescente.

Existem alguns factores, ausentes da equação (2), que podem provocar alterações no valor da dívida pública independentes do défice orçamental: é o caso das variações cambiais, que originam reavaliações da dívida expressa em moeda estrangeira; de necessidades, não previstas, de tesouraria; do assumir pelo Estado de outras dívidas, nomeadamente de empresas públicas, etc.. Contudo, estes factores não parecem ser suficientes para explicar totalmente as importantes discrepâncias encontradas.

Todas estas questões parecem indicar a precaridade deste tipo de indicadores da disciplina orçamental, bastante difíceis de calcular com precisão e passíveis de interpretações políticas subjectivas, sobretudo quando os países se encontram bastante pressionados para o cumprimento dos critérios de convergência, como condição necessária à participação na terceira fase da UEM.

3.2. INCENTIVOS À DISCIPLINA ORÇAMENTAL NA UNIÃO MONETÁRIA

Uma questão importante que deve ser averiguada, é se a entrada numa união monetária não implicará, desde logo, um incentivo à disciplina orçamental, sobretudo a que poderá ser imposta por um mercado de capitais (comum) mais eficiente e pela impossibilidade formal de monetizar a dívida. Vários argumentos têm sido apresentados neste sentido, e é na sua análise que se baseia esta secção.

- A indisciplina orçamental por parte de um determinado país comunitário, poderá ser reprimida por um mercado de capitais eficiente. Com efeito, os investidores bem informados, num mercado de capitais totalmente liberalizado, avaliarão a situação orçamental de cada estado-membro, exigindo taxas de juro mais elevadas (ao aumentarem o prémio de risco de não pagamento), ou mesmo recusando os empréstimos aos países com uma acumulação insustentável de dívida. Neste sentido, a disciplina pelo mercado significa que os mercados financeiros são capazes de enviar sinais que levarão os devedores a comportar-se de forma consistente com uma situação de solvência.

Contudo, para que a disciplina de mercado funcione na prática, será necessário verificarem-se determinadas condições⁹²:

1) é necessário que o mercado tenha acesso fácil a uma informação rigorosa e atempada sobre a composição e dimensão dos défices e dívidas de todos os estados-membros, de forma a conseguir avaliar com exactidão a capacidade de pagamento das suas obrigações⁹³. Um obstáculo a esta necessária transparência do mercado, é o provável atraso na divulgação de possíveis situações orçamentais insustentáveis. Por exemplo, o Conselho Europeu, ao detectar sinais de indisciplina orçamental por parte de um qualquer estado-membro, apenas tornará pública essa situação depois de um determinado prazo de observação⁹⁴. Por outro lado, os próprios estados poderão ser tentados a ocultar as suas dificuldades financeiras através, por exemplo, de determinadas manobras contabilísticas nos seus orçamentos, nomeadamente como uma forma de tentar cumprir os critérios orçamentais de Maastricht;

2) é absolutamente necessário tornar credível a garantia de não assistência (“no bailing out”) aos países indisciplinados, por parte dos seus parceiros ou dos organismos supranacionais da Comunidade. Na ausência desta garantia, a taxa de juro exigida reflectiria mais o nível de confiança nos países “avalistas” que o dos próprios estados devedores. Esta cláusula de não assistência encontra-se já enunciada no Tratado da União Europeia (art.º 104.º-B), que impõe que os compromissos financeiros assumidos por qualquer autoridade pública, de qualquer estado-membro, são da sua exclusiva responsabilidade. O problema aqui é tornar o “no bail out” credível para os participantes no mercado⁹⁵, na ausência de antecedentes históricos para esta situação. Alguns autores afirmam mesmo que a Comunidade Europeia aumenta a probabilidade de se verificar essa assistência financeira entre os estados-membros. Com a abolição dos controlos aos movimentos de capitais, a integração e liberalização dos sistemas financeiros e a consequente diversificação das carteiras dos investidores europeus, será cada vez mais difícil aos estados-membros assistirem passivamente a uma crise financeira de outro governo (Bovenberg et al. (1991)). O crescente processo de integração europeia aumentaria não só esta probabilidade de assistência financeira ao parceiro em dificuldades, como multiplicaria

⁹². Uma análise mais detalhada das condições necessárias a um funcionamento eficiente da disciplina de mercado pode ser encontrada, por exemplo, em Lane (1993), pp. 61-72.

⁹³. Esta informação pode ser sintetizada, por exemplo, pelas empresas de rating. Eichengreen (1990b), apresenta o exemplo de um determinado estado norte-americano, onde as expectativas de aumento do défice orçamental provocaram uma descida na classificação dos seus títulos pelas empresas de “rating”, originando a exigência de maiores taxas de juro pelo mercado.

⁹⁴. Tratado da União Europeia (1991), art.º 104.º-C, n.º 7 e 8.

⁹⁵. Na origem deste problema está a questão da inconsistência temporal (“time inconsistency”), de acordo com a qual as políticas que são consideradas óptimas hoje, podem vir a ser menos desejáveis posteriormente, nomeadamente se os agentes económicos entretanto ajustarem o seu comportamento àquelas políticas.

também os métodos alternativos para o fazer de uma forma mais discreta, nomeadamente com o aumento do orçamento central e das transferências inter-regionais (Lane (1993));

3) é necessário garantir a inexistência de qualquer tipo de controlo aos movimentos de capitais, que impedem os investidores nacionais de procurar outros mercados quando, por exemplo, as garantias e as condições oferecidas pelos títulos de dívida pública internos não são satisfatórias. Ao mesmo tempo, é também necessário impedir as situações de excepção de que os governos nacionais beneficiavam nos seus mercados, nomeadamente através da imposição de reservas obrigatórias às instituições financeiras, que eram constituídas, numa percentagem significativa, por títulos de dívida pública. Contudo, estas situações têm vindo a desaparecer gradualmente na Comunidade;

4) por último, existe também o risco dos governos daqueles países não reagirem de forma apropriada (baixando o défice e a dívida pública) aos sinais enviados pelo mercado. Uma possível explicação para este comportamento poderia ter a ver, por exemplo, com os chamados determinantes políticos dos défices orçamentais. Um governo pode ter um horizonte temporal de curto prazo, prevendo ser substituído em breve, pelo que não se preocuparia em deixar uma dívida pública elevada ao seu sucessor. O mesmo sucederia em governos de coligação, onde os diferentes membros têm dificuldade em chegar a acordo sobre a melhor metodologia de combater o seu problema orçamental⁹⁶. Este possível alheamento dos governos, relativamente aos sinais disciplinadores emanados do mercado, poderia mesmo acentuar o seu problema orçamental, uma vez que enfrentam agora custos mais elevados dos empréstimos, devido ao aumento das taxas de juro.

- Por outro lado, a completa liberalização dos mercados financeiros europeus faz com que determinados governos percam alguns dos privilégios de que usufruíam nos mercados financeiros nacionais, onde conseguiam financiar os seus défices a taxas de juro inferiores às do mercado, através da imposição de altas taxas de reserva legal e de montantes mínimos obrigatórios de detenção de dívida pública. Com a abertura do mercado de capitais, cada governo pode perder uma parcela significativa do seu mercado tradicional de colocação de dívida pública, pois os investidores têm agora acesso a outros instrumentos de poupança alternativos.

Além disso, as instituições financeiras podem ver baixar o nível exigido de reserva legal, onde os títulos de dívida pública ocupavam uma parcela significativa, o que implicava desvantagens

⁹⁶. Os determinantes políticos dos défices orçamentais serão analisados, mais pormenorizadamente, na próxima secção.

competitivas nos custos. Com efeito, a livre concorrência de serviços financeiros na Europa obrigará os países a aproximar as taxas de reserva legal exigidas, que registavam até há pouco tempo diferenças consideráveis (ver quadro 4), de forma a não prejudicar a competitividade das suas instituições financeiras. Estas diferenças dizem também respeito aos métodos de cálculo, à diferenciação dos coeficientes de reserva aplicáveis consoante o tipo de operações passivas, à frequência com que são alterados os coeficientes e também à remuneração dessas reservas⁹⁷.

Quadro 4: Taxas de reserva legal sobre os depósitos totais, em 1989

Alemanha	Bélgica	Espanha	França	Holanda	Itália	Portugal	Reino U.
12,1	0	18,0	5,0	0	25,0	17,0	0,45 ⁹⁸

Fonte: Burda e Wyplosz (1993).

Na ausência daqueles privilégios especiais, os mercados financeiros poderão então avaliar mais correctamente os diferentes graus de risco de crédito dos governos nacionais, exigindo taxas de juro mais elevadas sobre os títulos de dívida pública dos mais indisciplinados, ou até mesmo um certo racionamento do crédito.

- Um outro canal de possível disciplina pelo mercado são as previsíveis pressões para uma harmonização fiscal entre os doze estados. A impossibilidade de aumentar os fluxos futuros de receitas poderá fazer com que os limites máximos de défice e dívida pública, compatíveis com uma situação teórica de solvência do sector público (ver secção 1.1.2.), sejam mais baixos na união monetária, devido à restrição ali imposta à capacidade de um governo aumentar a tributação sem oferecer contrapartidas aos agentes económicos (partindo do princípio que o aumento de impostos se destinaria a pagar os encargos com os juros da dívida). Conscientes desta limitação, os governos veriam assim restringida a sua capacidade de endividamento actual (com a intenção de pagar essa dívida com um aumento nas receitas futuras), pois o aumento de impostos poderá provocar uma saída de empresas e mão-de-obra para países com níveis mais baixos de tributação. No entanto, para que isto se verifique na realidade, será necessário que os custos da mobilidade não sejam muito elevados pois, nesse caso, os indivíduos e as empresas

⁹⁷. Uma análise pormenorizada da evolução e das diferenças das reservas legais nos países comunitários pode ser encontrada em Comité Económico e Social (1993).

⁹⁸. Esta taxa do Reino Unido, muito reduzida, não tem objectivos de servir de instrumento da política monetária, servindo apenas como fonte de receitas do Banco de Inglaterra para cobrir os custos de supervisão prudencial.

teriam um menor incentivo a “votar com os pés⁹⁹”, em caso de aumento de impostos num determinado país (Eichengreen (1990a)).

- Um outro mecanismo potencial de incentivo a uma política orçamental mais disciplinada, resultaria da adopção de um regime de câmbios fixos. Aqui, uma política orçamental demasiado expansionista, que provocasse um aumento na taxa de juro, originaria uma entrada de capitais externos, exigindo um certo “relaxamento” da política monetária de forma a defender a paridade cambial. Contudo, o que sucede na realidade é que, depois de quase quinze anos de funcionamento, o Sistema Monetário Europeu não provocou a esperada convergência orçamental dos seus membros (ver anexos), apenas conseguiu uma maior convergência das políticas monetárias. Como reconheceu o “Relatório Delors” (parág. 5), “... o SME não atingiu plenamente as suas potencialidades...a falta de uma suficiente convergência das políticas fiscais traduzida, em alguns países, por défices orçamentais elevados e persistentes permanece como fonte de tensões e colocou um excessivo fardo sobre a política monetária”.

No entanto, é necessário sublinhar que não é muito correcto extrair conclusões deste período do SME para o futuro funcionamento da UEM, uma vez que ainda existiam controlos aos movimentos de capitais e riscos de variação cambial (que não se podiam menosprezar, como provam os sucessivos realinhamentos das paridades).

- Um último argumento tem a ver com o facto da União Monetária retirar a possibilidade de monetização dos défices por parte dos governos com grandes dificuldades financeiras (Art.º 104.º do Tratado da União Europeia). Assim, caberá agora apenas à política orçamental, e não à monetária, a responsabilidade de arcar sozinha com os problemas de um orçamento público desequilibrado e com os compromissos da dívida pública antes assumidos. Sem esta capacidade de monetização, os governos nacionais terão de restringir um pouco as suas intenções de endividamento, de forma a evitar sérios problemas de insustentabilidade da sua posição orçamental.

Contudo, convém novamente sublinhar que esta impossibilidade formal de monetização dos défices orçamentais é evidentemente torneável, dependendo da política do BCE. Se utilizar a política monetária para fazer baixar a taxa de juro, isso ajudará a situação financeira daqueles governos.

⁹⁹. Abandono de um país, por pessoas ou empresas, que buscam níveis mais baixos de tributação e/ou uma oferta superior de bens públicos.

3.3. INCENTIVOS À INDISCIPLINA ORÇAMENTAL

Por outro lado, existem também alguns argumentos de que a entrada numa união monetária poderá incentivar os países a apresentar valores excessivamente elevados do défice e dívida, colocando dificuldades à estabilidade monetária da zona. Esta hipótese justificaria a necessidade de limitar o crescimento dessas variáveis através de regras obrigatórias, tal como foi adoptado em Maastricht. Esta secção analisa alguns desses argumentos de incentivo à indisciplina orçamental na UEM, que assentam muitas vezes nos mesmos factores apresentados na secção anterior, interpretados de forma diferente.

- A disciplina de mercado referida na secção anterior poderá ser, de certa forma, afectada pela maior integração do mercado de capitais. Com a possibilidade de emitir dívida pública numa moeda comum e num mercado financeiro mais vasto, as taxas de juro exigidas poderão ser menos sensíveis à situação orçamental do país em causa. Esta constatação pode ser justificada, por exemplo, através da teoria da escolha óptima de carteira, desenvolvida por Markowitz. De acordo com esta teoria, os investidores escolhem a sua carteira de activos de forma a otimizar : relação rendimento-risco. Assim, a verificação de uma situação orçamental insustentável num determinado país levaria os investidores internos a exigir uma taxa de juro mais elevada nos títulos de dívida pública, para os continuar a manter na sua carteira. Enquanto a dívida pública estiver colocada sobretudo no próprio país, o governo seria obrigado a oferecer um maior rendimento para títulos com maior grau de risco. A plena integração do mercado de capitais e o desaparecimento do risco cambial fará desaparecer aquela segmentação de mercados na UEM, permitindo colocar os títulos em carteiras de investidores estrangeiros e diminuindo assim a pressão interna para aumentar a sua taxa de rendimento.

Este acesso a um mercado financeiro com uma maior capacidade de absorver grandes montantes de dívida pública, sem exigir taxas de juro crescentes, pode ser aproveitado de forma indisciplinada por alguns governos, sobretudo por aqueles que apresentam o que Corsetti e Roubini (1992) designam por “défices politicamente motivados”. Nos últimos anos têm surgido inúmeros estudos nesta área, que tentam encontrar justificações “políticas” para a existência dos grandes défices apresentados por alguns países, e que não podem ser justificados apenas por razões conjunturais de impulso à economia ou de “tax smoothing”. As suas conclusões mostram que o processo eleitoral e as tradições políticas em determinados países, afectam a capacidade dos governos em tomar medidas contra os grandes montantes de défices e dívida

pública. Para Grilli et al. (1991), a principal justificação reside na duração dos governos no poder. Governos com horizontes temporais de curto prazo, devido à possibilidade de serem substituídos no poder por outras forças políticas com diferentes objectivos, tendem a actuar de forma míope, não conseguindo implementar medidas de correcção muito significativas. Outros motivos para a tendência de apresentar grandes défices orçamentais passam pela maior polarização do processo político, pela rigidez das despesas públicas, pela existência de governos de coligação multipartidários¹⁰⁰, etc.. Contudo, estes argumentos têm sido muito criticados, uma vez que implicariam que todas as democracias tendem a aumentar os défices públicos, o que não é directamente suportado por evidência empírica.

- Ao implicar um regime de taxas de câmbio fixas, e contrariando um pouco o que se afirmou na secção anterior, a UEM poderá apresentar um outro canal de incentivo à indisciplina orçamental (Lamfalussy (1989); Bovenberg et al. (1991)), ao retirar a possibilidade de uma “sanção” pela depreciação da taxa de câmbio. Com taxas de câmbio flexíveis os défices públicos podem ser monetizados, implicando contudo uma imediata subida da taxa de inflação e uma depreciação da taxa de câmbio. O governo aumenta assim as suas receitas, através de um imposto inflacionista (“inflation-tax”) sobre a moeda e sobre a dívida pública. Neste caso, os investidores exigem um aumento das taxas de juro nominais sobre a dívida, de forma a compensar a maior inflação. Mesmo que a monetização do défice não ocorra imediatamente, os investidores formam a expectativa de que mais tarde ou mais cedo o governo será tentado, ou obrigado a fazê-lo. Assim, antecipam a depreciação da taxa de câmbio, exigindo logo taxas de juro mais elevadas aos governos muito devedores, o que constituiria uma pressão para a disciplina.

Por outro lado, o regime de câmbios fixos, ao impossibilitar a monetização dos défices, restringe um pouco essa capacidade disciplinadora do mercado. Por exemplo, a Bélgica e a Holanda, dois países com um rácio elevado de dívida pública, enfrentam taxas de juro relativamente baixas, o que se pode atribuir ao facto do SME limitar já a capacidade destes países monetizarem a sua dívida, uma vez que as taxas de inflação não podem diferir muito entre os membros do sistema (Lane (1993)).

- Como a política orçamental assume uma maior eficácia num contexto de taxas de câmbio fixas, de acordo com o modelo de Mundell-Fleming, os governos poderão ser tentados a

¹⁰⁰. Que têm maiores dificuldades em estabelecer acordos cooperativos (Roubini e Sachs (1989)). A teoria dos jogos sugere que a cooperação é tão mais difícil quanto maior for o número de jogadores (governos de coligação multi-partidária) e quanto menor e menos repetitivo for o horizonte temporal em que os jogadores interagem (governos de curta duração, com os partidos a alternarem-se no poder).

recorrer com mais frequência aos estímulos orçamentais para dinamizar o emprego e a actividade económica no curto prazo, o que resultaria em possíveis aumentos do valor do défice e da dívida pública. Com efeito, a existência de preços e salários rígidos e de uma grande mobilidade do capital, num contexto de taxas de câmbio fixas, aumentam os efeitos multiplicadores das políticas orçamentais expansionistas sobre o nível de produto e de emprego.

Contudo, o mesmo argumento pode ser utilizado para demonstrar que aquele aumento na eficácia permite que o estímulo orçamental não necessite ser tão elevado para atingir o mesmo objectivo. Além disso, a realização do mercado único europeu implicará certamente um aumento da procura por bens importados, pelo que os estímulos à procura interna não terão um efeito tão significativo sobre o produto e o emprego nacionais.

- A crescente integração dos mercados europeus irá dificultar bastante a capacidade de um país aumentar o nível de impostos, relativamente aos seus parceiros, em resposta por exemplo a um determinado choque adverso sobre a procura, que exija um aumento da despesa pública. O mesmo problema coloca-se sobretudo nas regiões menos desenvolvidas, onde a entrada na UEM poderá implicar uma maior necessidade de despesas públicas (Lamfalussy (1989)), nomeadamente sob a forma de uma comparticipação financeira do Estado em projectos de investimento apoiados por fundos comunitários. Esta incapacidade de aumentar as receitas provocaria uma subida do valor do défice orçamental e/ou uma crescente dificuldade em apresentar superávites primários para pagar a dívida pública contraída. Aquela dificuldade dependerá, naturalmente, do grau de mobilidade dos factores e dos produtos, ou seja, da importância da fuga de parte da base de incidência fiscal. Na realidade, o processo de integração económica provocará certamente uma maior mobilidade de bens e capital do que de mão-de-obra, sobretudo devido às diferenças sócio-económicas (linguísticas, culturais e distâncias geográficas) entre os estados-membros.

Contudo, por outro lado, pode-se argumentar também que aquela maior mobilidade dos factores e dos bens e serviços poderá facilitar o processo de ajustamento aos choques assimétricos, reduzindo assim a necessidade de intervenção activa da política orçamental.

- Um último argumento apresentado tem a ver com o facto da união monetária reduzir a capacidade de utilizar a senhoriagem como fonte flexível de obtenção de rendimentos, forçando os governos a aumentarem a emissão de dívida pública para cobrir aquela perda de receitas. Contudo, apesar de assumirem ainda um peso significativo em alguns casos, as receitas de senhoriagem nos países europeus têm vindo a diminuir de importância nos últimos anos, como tivemos ocasião de referir na secção 1.1.1.. Além disso, depois de concretizada a UEM, as receitas de senhoriagem, então recebidas pelo Banco Central Europeu, serão distribuídas por

todos os estados-membros (pelo menos indirectamente, através do orçamento central), pelo que o efeito em termos líquidos poderá não ser muito importante¹⁰¹.

3.4. O EXEMPLO DOS ESTADOS FEDERADOS

Um aspecto importante em toda esta questão dos incentivos à (in)disciplina, tal como já foi efectuado noutros capítulos, é a comparação com o comportamento orçamental das autoridades centrais e regionais nas principais uniões monetárias hoje existentes (Austrália, Canadá, Estados Unidos, Suíça, etc.), tentando transpor as conclusões das suas experiências para o funcionamento da futura UEM.

Em termos globais, os estados federados exibem uma grande disciplina orçamental a nível regional, onde as autoridades apresentam normalmente balanços equilibrados (Artis (1992)), o que poderia fazer supor que as uniões monetárias incentivam a disciplina orçamental dos seus membros. Contudo, esta disciplina é muitas vezes forçada por normas constitucionais que obrigam ao equilíbrio orçamental, como é o caso de quase todos os estados norte-americanos (Eichengreen (1990a)). Um outro aspecto importante, salientado por Lamfalussy (1989), é que nos sistemas federais existentes os governos regionais estão impossibilitados, ou muito limitados, de recorrer directamente ao financiamento do banco central, com vista a submetê-los à disciplina de mercado. Um estudo efectuado por Goldstein e Woglom (1992) sobre a ligação entre os diferenciais nas taxas de juro e o comportamento orçamental dos diferentes estados dos EUA, mostra que os estados com um comportamento tradicionalmente mais disciplinado enfrentam taxas de juro inferiores às dos estados com um comportamento mais imprudente. O mesmo sucedeu aos estados que decidiram restringir-se a si próprios, através de normas limitando a expansão da sua capacidade de obtenção de financiamentos.

Contudo, a grande diferença entre o caso europeu e as uniões monetárias já existentes, é que estas possuem normalmente um orçamento federal muito importante, e com um papel bastante activo na estabilização económica. Com efeito, aquelas uniões monetárias comportam uma série de mecanismos redistributivos inter-regionais, cujo objectivo é amortecer os choques

¹⁰¹. A perda de receitas de senhoriagem poderá ser mais sentida nos países com taxas de inflação mais elevadas, sobretudo nos quatro países do sul da Europa (Grécia, Portugal, Espanha e Itália).

assimétricos temporários, que afectam de forma diferenciada as várias regiões da união. Na Comunidade Europeia, estes mecanismos redistributivos, através da política regional comunitária, não são ainda muito significativos, apesar da recente duplicação dos fundos comunitários que visam aquele objectivo. Assim, este está longe de ser um bom modelo de análise para o caso europeu, cujo orçamento central é ainda demasiadamente pequeno para deter as funções de estabilização requeridas.

3.5. OS CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA ORÇAMENTAL

Os argumentos acima analisados não nos permitem assegurar, com segurança, quais os efeitos líquidos da UEM sobre a disciplina orçamental dos estados-membros. Assim, de acordo com alguns autores, entre os quais se contam os mentores do Tratado, será talvez necessário prevenir os riscos de possíveis falhas da disciplina do mercado, restringindo a possibilidade dos estados-membros optarem por políticas orçamentais demasiado expansionistas.

A opção dos países signatários do Tratado de Maastricht, seguindo as sugestões expressas no Relatório Delors, foi a delimitação exacta dos montantes máximos permitidos aos rácios défice/PIB e dívida/PIB, em 3% e 60%, respectivamente. A verificação destes valores constitui uma condição necessária à entrada dos países comunitários na terceira fase da União Económica e Monetária em 1997 ou, o mais tardar, em 1999.

Nesta secção serão examinadas as justificações para a escolha daqueles valores precisos, as críticas que lhes têm sido dirigidas e as consequências que daí poderão advir para determinados estados-membros. No final será efectuada uma análise da situação actual das finanças públicas dos doze países comunitários, que deixa antever a necessidade de uma interpretação muito liberal daqueles critérios, de forma a encontrar um conjunto mínimo de países capazes de iniciar a terceira fase da UEM.

3.5.1. Origem dos Valores de Referência

De acordo com o “Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos”, anexo ao Tratado da União Europeia, os critérios de convergência orçamental indispensáveis à passagem

para a terceira fase da União Económica e Monetária são de 3% para o rácio entre o défice orçamental e o PIBpm e de 60% para a relação entre a dívida pública e o PIBpm. A escolha destes dois valores específicos para a análise da situação orçamental de uma economia tem sido, desde essa altura, motivo para uma permanente discussão entre os economistas acerca da justificação para esta escolha, da sua adequação, ou até mesmo da necessidade de impor qualquer limite a estas variáveis.

No que se refere ao rácio (dívida pública/PIBpm), o valor de 60% corresponde, aproximadamente, ao valor médio do rácio verificado para os doze países comunitários nos anos que antecederam a elaboração do Tratado (ver anexos). Contudo, esta constatação não pode justificar a escolha deste valor como sendo o óptimo para todos os estados-membros, que apresentam diferentes estruturas económicas e diferentes valores de partida, exigindo esforços de convergência muito desiguais.

No entanto, não se poderá aplicar o mesmo raciocínio relativamente ao valor do rácio (défice orçamental/PIBpm), cujo valor médio tem andado normalmente acima dos 3% indicados (6,4% previstos para 1993), excluindo os 2,7% atingidos em 1989 (ver anexos). Uma possível explicação para a escolha daquele indicador, seria considerá-lo como o valor compatível com um equilíbrio estacionário de longo prazo¹⁰², como veremos a seguir.

Vamos considerar que a dívida pública evolui de acordo com a seguinte expressão:

$$(10) \quad D_t = D_{t-1} + DEF_t$$

onde:

D: dívida pública bruta (como é especificada no Tratado)

DEF: défice orçamental global (inclui o défice primário e os encargos com os juros da dívida contraída anteriormente).

Dividindo cada uma daquelas variáveis pelo PIBpm, em termos nominais, teremos os rácios indicados no texto do Tratado, que serão agora representados pelas mesmas letras, mas em minúsculas.

¹⁰². Esta hipótese foi apresentada, por exemplo, em Corsetti e Roubini (1992).

$$(11) \quad \frac{D_t}{\text{PIBpm}_t} = \frac{D_{t-1}}{\text{PIBpm}_t} + \frac{\text{DEF}_t}{\text{PIBpm}_t}$$

$$(12) \quad \frac{D_t}{\text{PIBpm}_t} = \frac{D_{t-1}}{\text{PIBpm}_{t-1}(1+g_t)(1+\pi_t)} + \frac{\text{DEF}_t}{\text{PIBpm}_t}$$

$$(13) \quad d_t = d_{t-1} \frac{1}{(1+g_t)(1+\pi_t)} + \text{def}_t$$

onde:

g : taxa de crescimento real do produto.

π : taxa de inflação.

Assim, a expressão $[(1+g_t)(1+\pi_t)]$ será igual a um mais a taxa de crescimento nominal do produto.

Supondo que é desejável para a Comunidade atingir um equilíbrio estacionário de longo prazo com uma taxa de crescimento nominal do produto de, por exemplo, cerca de 5% (admitindo uma taxa de crescimento real do produto de cerca de 3% e uma taxa de inflação de 2%¹⁰³), o valor do rácio défice/PIBpm, consistente com estes valores e com um rácio dívida/PIBpm de 60%, será exactamente de 3%.

$$(14) \quad \text{def}_t = 0.6 \left[1 - \frac{1}{(1+0,03)(1+0,02)} \right] \cong 0,03$$

Não considerámos aqui, tal como prevê o Tratado, a possibilidade de um financiamento monetário dos défices orçamentais.

Uma outra justificação para a escolha dos 3% como limite superior do rácio défice/PIB tem a ver com a denominada “regra de ouro” das finanças públicas (equilibrar o orçamento corrente e financiar apenas o montante dispendido em formação de capital). As despesas de capital na Comunidade Europeia constituíram em média 3,02% do PIB no período 1974-1989 e 3% em

¹⁰³. Estes são os valores utilizados nos documentos comunitários, e que correspondem exactamente aos valores considerados ideais pela Alemanha: 3% para o défice, devido à regra de ouro (que se encontra inclusivamente na Constituição alemã); 2% é o seu objectivo para a taxa de inflação; 3% de crescimento real do produto. O relatório “One Market, One Money”, analisa a questão da solvabilidade do sector público assumindo uma taxa de crescimento do produto, no longo prazo, de 3% para grande parte dos estados-membros, e de 3,5% para os países cujo produto per capita está, pelo menos, 25% abaixo da média comunitária (Portugal, Espanha, Grécia e Irlanda).

1990 e 1991 (Buitter et al. (1992)). Assim, ao estabelecer 3% como limite máximo, exige-se que o orçamento corrente apresente sempre um saldo não negativo, obrigando os governos a recorrer a empréstimos apenas para financiar despesas de investimento.

Buitter et al. (1992) contestam esta justificação assente na “regra de ouro”, uma vez que não corrige o efeito da inflação, por exemplo, na depreciação real da dívida pública. Suponhamos uma situação de equilíbrio estacionário em que se verifiquem exactamente os valores de referência para o rácio do défice e da dívida (3% e 60%, respectivamente) e em que o rácio investimento público / PIB seja exactamente igual ao rácio do défice (3%). Se esta economia apresentar uma taxa de inflação de 2%, a poupança real do governo será de cerca de 1,2% do PIB, correspondente a uma diminuição do valor real da sua dívida. Assim, neste caso, o investimento público será financiado por empréstimos em apenas cerca de 1,8% do PIB. Isto significa que a “regra de ouro” poderia continuar a ser satisfeita mesmo com valores de referência mais elevados para os rácios do défice e dívida, ou seja, o critério de convergência imposto desde Maastricht é mais rigoroso que a própria regra de ouro.

Contudo, outros autores¹⁰⁴ defendem que a justificação para a imposição dos valores de referência não passa por uma análise da teoria económica, tendo antes de ser explicada pela existência de um conflito de objectivos políticos entre os diferentes estados-membros. Com efeito, os países mais interessados na concretização da união monetária na Europa são aqueles que pretendem escapar ao domínio monetário alemão, “cansados de suportar as taxas de juro ditadas sobretudo pela conjuntura alemã” (Cacheux et al. (1992)). Para países como a Espanha, a Grécia, Itália e Portugal, a união monetária permite ultrapassar os problemas de credibilidade das suas políticas monetárias nacionais, proporcionando-lhes um ambiente de maior estabilidade e menor inflação. Para outros, como por exemplo a França, a grande vantagem é a possibilidade de fazer parte activa nos processos de decisão monetária na Europa, situação perdida com o SME.

A Alemanha parece ser o único país que não tem muito a ganhar com um acordo que a obriga a partilhar o poder monetário e a perder a sua reputação actual e influência dominante nos mercados, baseada sobretudo na reputação do Bundesbank e na sua clara prioridade de manter a estabilidade dos preços. Para ultrapassar este conflito de interesses dos participantes, e sossegar os receios dos que afirmavam que o ecu seria uma moeda menos estável que o marco alemão, os países europeus aceitaram todas as garantias exigidas, permitindo que a Alemanha impusesse o seu modelo de banco central (independente do poder político e com um objectivo principal de

¹⁰⁴. É o caso, por exemplo, de Cacheux et al. (1992), De Grawe (1993), etc..

estabilidade do nível de preços). Para além disso, foram estabelecidos um conjunto de critérios de convergência¹⁰⁵ cujo principal objectivo, para De Grawe (1993), foi permitir à Alemanha restringir o número de países participantes na terceira fase da UEM, ou mesmo adiar bastante a sua concretização (Buitter et al. (1992)), possibilitando-lhe continuar na posição de país dominante no processo de decisão das políticas monetárias na Europa.

Apesar de tudo, a teoria económica parece servir de certa forma os interesses da Alemanha, no que respeita à sua vontade de limitar o número de países participantes na união monetária. A teoria das zonas monetárias óptimas aconselha a que os países que apresentam grandes divergências nas taxas de crescimento do produto e do emprego, como resultado de choques assimétricos, devem possuir uma grande flexibilidade nos seus mercados de trabalho (flexibilidade dos salários reais e mobilidade da mão-de-obra) e uma estrutura produtiva diversificada, de forma a poderem constituir uma união monetária sem suportar elevados custos de ajustamento. De acordo com esta teoria, a Comunidade Europeia, no seu conjunto, não constituiria uma zona monetária óptima (Eichengreen (1990b;1990c), Krugman (1991), De Grawe (1993), etc.), apenas um subconjunto de alguns países o conseguiriam (Alemanha, Bélgica, França, Holanda e Luxemburgo). A interpretação desta teoria das ZMO permite advogar a ideia de uma união monetária a duas (ou mais) velocidades, tal como parecem ser as intenções alemãs.

Contudo, a teoria não parece indicar a necessidade de imposição de limites de convergência, tal como foram delineados em Maastricht, como caminho para tornar o conjunto dos países comunitários numa zona monetária óptima. Os valores de convergência não parecem basear-se na teoria económica, não sendo indispensáveis para o sucesso de uma união monetária. Em vez disso, a teoria advoga a necessidade de implementar políticas que reduzam o grau de divergência real entre os países e aumentem a flexibilidade dos mercados de trabalho, uma medida que não faz parte do texto do Tratado. Com efeito, os principais críticos da abordagem de Maastricht à união monetária apontam o facto de se terem colocado de lado os objectivos de crescimento do produto e do emprego, em favor dos que visam a estabilidade dos preços. No entanto, para outros autores, como por exemplo Maggiulli (1993), o Mercado Único e a UEM podem funcionar de forma satisfatória, na prática, na ausência da convergência real, que apenas seria necessária para uma maior aceitação política. “Pelo contrário, a convergência nominal condiciona o êxito de uma união monetária”¹⁰⁶.

¹⁰⁵. Para além da abordagem gradualista à união monetária, que prevê um longo processo de transição.

¹⁰⁶. C. Maggiulli (Commission des Communautés Européennes) (1993), p. 620.

- Aplicação a alguns países comunitários

Se considerarmos que o rácio da dívida de um determinado país é de, por exemplo, 100% e que a taxa de crescimento nominal do produto é de cerca de 7,5% (aproximadamente a situação actual da Bélgica, Itália e Grécia, os três países com piores indicadores orçamentais), mesmo admitindo um ajustamento imediato aos 3% requeridos para o rácio do défice, o que não é muito realista, veríamos que o rácio dívida/PIB para aqueles países apenas atingirá os 60% exigidos daqui a cerca de 16 anos¹⁰⁷ (Corsetti e Roubini (1992)).

Além disso, se a contracção orçamental entretanto verificada conduzir a uma redução da taxa de inflação ou da taxa de crescimento real do produto, com uma diminuição da taxa de crescimento nominal do PIB, aquele prazo de convergência poderá aumentar consideravelmente, como se pode facilmente deduzir pela análise da equação (13).

Por outro lado, e contrariamente ao que considerámos atrás, poderá não existir um ajustamento imediato do rácio défice/PIB ao valor indicado (3%). Com efeito, o processo de ajustamento das economias menos desenvolvidas da Comunidade Europeia exige um esforço financeiro acrescido por parte do governo (nomeadamente nas participações obrigatórias com os fundos comunitários) para melhoria das infraestruturas económicas do país. Além disso, a recente recessão verificada nos países europeus implica uma imediata diminuição das receitas fiscais e um aumento dos gastos em transferências financeiras (como é o caso dos subsídios de desemprego, despesas em formação profissional, subsídios às empresas, etc.), contribuindo para o agravamento dos indicadores orçamentais.

Assim, colocando a hipótese de que esta variável evolui de acordo com um determinado processo autoregressivo de primeira ordem [AR (1)], por exemplo:

$$(15) \quad \text{def}_{t+1} = \rho \text{ def}_t + C$$

Considerando que o défice conseguirá diminuir aproximadamente 20% ao ano, o coeficiente autoregressivo assumirá o valor $\rho = 0,8$. Por outro lado, podemos escolher o valor da constante C de forma a tornar o processo consistente com o valor desejado de longo prazo. Assim, se resolvermos a equação dinâmica anterior para o equilíbrio de longo prazo ($\text{def}_{t+1} = \text{def}_t$), utilizando $\rho = 0,8$ e $\text{def} = 0,03$, obtemos:

¹⁰⁷. Este valor resultou, simplesmente, da utilização da equação (13), resolvendo a equação diferencial do tipo $Y_{t+1} + AY_t = B$, cuja solução particular é $Y_t = (Y_0 - Y^*) (-A)^t$, com $Y^* = B / (1 + A)$.

$$(16) \quad \text{def} = C / (1-\rho), \quad C = 0,006$$

Agora, considerando um valor inicial para o rácio do défice de, por exemplo, 10%, mesmo mantendo uma taxa de crescimento nominal do PIB em cerca de 7,5%, o país anteriormente analisado precisaria de cerca de 22 anos para atingir os indicadores comunitários.

Analisemos agora o que sucede se dividirmos o défice total em défice primário (DEFP) e juros da dívida antes contraída ($i D_{t-1}$):

$$(17) \quad \text{DEF}_t = \text{DEFP}_t + i D_{t-1}$$

Utilizando o mesmo procedimento anterior para obter as variáveis como rácio do PIB:

$$(18) \quad \frac{\text{DEF}_t}{\text{PIBpm}_t} = \frac{\text{DEFP}_t}{\text{PIBpm}_t} + \frac{i_t D_{t-1}}{\text{PIBpm}_{t-1}(1+g_t)(1+\pi_t)}$$

$$(19) \quad \text{def}_t = \text{defp}_t + \frac{i_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1}$$

Os países que registam valores elevados no rácio da dívida, obrigando a que uma grande parcela das suas despesas consista em pagamento de juros, terão de conseguir atingir grandes superávites primários de forma a conseguir reduzir aquele indicador. Por outro lado, temos ainda de considerar as despesas em formação de capital, que em 1991 atingiram os 3% do PIB (Buiter et al. (1992)). Se esta tendência persistir, o limite superior de 3% imposto ao rácio do défice global, equivalerá, na prática, a um orçamento equilibrado em termos do défice corrente.

Assim, considerando apenas estes cálculos bastante simples, chegamos à conclusão que será bastante difícil a determinados países (Itália, Bélgica, Grécia, Irlanda, etc.) conseguirem atingir os indicadores anunciados em Maastricht, no prazo fixado para a terceira fase da UEM. Contudo, como veremos mais à frente, o Tratado prevê algumas exceções e interpretações àqueles indicadores, que poderão evitar a exclusão destes países do processo de integração.

Relativamente ao caso português, Gross e Kropywiansky (1993), utilizando um modelo simples de simulação, afirmam que os indicadores de convergência orçamental serão alcançados

até à data prevista de 1997, desde que não se verifiquem grandes desvios recessivos ou choques inesperados sobre o défice (como foi o caso da quebra de receitas do Iva que se registou em 1993). A rapidez do ajustamento para o valor de 3% do défice/PIB dependerá sobretudo da evolução da taxa de inflação. Quanto mais elevada for a taxa de inflação verificada, mais lento será o processo de ajustamento, devido ao aumento dos juros da dívida pública. Por sua vez, o “Programa de Convergência Revisto”, aprovado em Conselho de Ministros em Novembro de 1993, prevê que apenas em 1998 Portugal conseguirá atingir o indicador previsto para a dívida. De acordo com aquele documento, a dívida pública evoluirá para 71% do PIB em 1994, 67% no período 1995-97, apenas baixando do limite em 1998.

3.5.2. Avaliação Crítica dos Indicadores

A escolha dos dois indicadores de convergência orçamental apontados no Tratado da União Europeia pode ser justificada, como vimos na secção anterior, como a média do rácio dívida/PIB para os doze estados-membros, verificada nos anos imediatamente anteriores à elaboração do Tratado, e como o valor do rácio défice/PIB compatível com uma desejável situação de equilíbrio de longo prazo (dada uma taxa de inflação de 2% e uma taxa de crescimento do produto de 3%).

Contudo, esta justificação simples parece não agradar a muitos autores¹⁰⁸. Nesta secção vamos analisar alguns dos argumentos que têm vindo a ser apontados contra os valores de referência escolhidos, ou mesmo sobre a própria necessidade de existência de quaisquer limites quantitativos ao crescimento do défice e da dívida pública. Algumas destas críticas aos critérios assentam, nomeadamente, na refutação dos argumentos normalmente apresentados no sentido de que a UEM pode incentivar a indisciplina orçamental (secção 3.3). Outras dirigem-se à extrema arbitrariedade da escolha e à não consideração das idiosincrasias nacionais.

3.5.2.1. Problemas de definição e controlo

As comparações internacionais sofrem normalmente de problemas de standardização dos agregados, muito importantes no caso das finanças públicas. Uma vez que os critérios se fundamentam em indicadores estatísticos, colocam-se problemas relacionados com a necessidade de harmonização estatística entre os estados-membros, quer em termos

¹⁰⁸. Buitier (1992), por exemplo, apresenta catorze argumentos específicos contra a escolha daqueles valores.

conceptuais, quer em termos operacionais. O primeiro problema prende-se com a questão da definição dos conceitos de défice e dívida pública utilizados no Tratado, que podem originar diferentes interpretações e determinadas divergências de cálculo entre os estados-membros¹⁰⁹. Com efeito, alguns autores argumentam que os valores do défice e dívida pública que são publicados nas estatísticas oficiais não permitem uma análise correcta do problema da disciplina orçamental do sector público¹¹⁰. Por outro lado, a obrigatoriedade de cumprir os critérios poderá mesmo incitar à adopção de práticas de “desorçamentação” (Cacheaux et al. (1992)).

Os valores normalmente utilizados para quantificar a dívida pública referem-se ao passivo financeiro corrente do sector público, valorizado em termos nominais. Assim, aqueles valores fornecem apenas uma informação parcial sobre a evolução da posição financeira global do Estado, tal como poderia ser observada se as contas do governo estivessem representadas numa folha de balanço. Seria necessário incluir os activos financeiros (depósitos bancários e capital de empresas públicas, por exemplo) e não financeiros (o stock de capital do governo e a propriedade dos recursos naturais, por exemplo) do Estado, bem como os passivos subjacentes à obrigação de cumprir as responsabilidades assumidas, por exemplo, com o pagamento futuro das pensões públicas de reforma. Além disso, uma definição teoricamente mais satisfatória, mas impossível de conseguir na prática, teria de incluir necessariamente, no lado do activo o valor actualizado das futuras receitas de impostos (líquidos de transferências) e, do lado do passivo, o valor actualizado dos gastos futuros em bens e serviços.

Cunha e Machado (1991) argumentam, por exemplo, que o Orçamento de Estado é uma medida incorrecta da evolução patrimonial do sector público, sobretudo devido ao deficiente tratamento da conta de capital (não considera as variações do stock de capital e a depreciação do activo líquido do sector público, provocadas pela inflação). Por isso, muitos autores preferem utilizar o valor do défice corrigido da inflação, que pode ser muito menor que o reportado, sobretudo em países com taxas de inflação superiores.

De acordo com o art.º 2.º do “Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de défices excessivos”, anexo ao Tratado da União Europeia, o conceito de dívida utilizado para o valor de referência, é a dívida global bruta, em valor nominal, consolidada pelos diferentes sectores do governo em geral (governo central, regional e local, e fundos de segurança social). Assim, não são contabilizados todos os elementos patrimoniais do estado, o que poderá provocar

¹⁰⁹. A especificação pormenorizada das diferenças nas definições de dívida pública dos doze estados-membros, publicadas nas estatísticas oficiais, pode ser analisada, por exemplo, em Commission des Communautés Européennes (1994a), p. 67.

¹¹⁰. Para uma análise dos aspectos metodológicos de definição dos indicadores orçamentais consultar, por exemplo, Wilcox (1989) e Blejer e Cheasty (1991).

comparações erróneas entre os países, resultantes de diferentes factores:

Em primeiro lugar, o valor da dívida pública será bastante diferente se consolidarmos o balanço do governo em geral com o balanço do banco central - o valor da dívida pública detida pelo banco central é anulada; as disponibilidades líquidas sobre o exterior, do banco central, tomam-se um activo do balanço consolidado; a base monetária passa a ser um passivo. Como referem Buitter et al. (1992), o valor do rácio da base monetária sobre o PIB nos países comunitários, em 1990, variava bastante entre os 4,0% no Reino Unido e os 23,4% em Portugal.

Em segundo lugar, não são considerados os activos financeiros detidos pelo sector público que, subtraídos do valor da dívida bruta, nos permitem comparar a posição relativa dos diferentes países, em termos de dívida pública líquida (ver quadro 5). Isto significa que um país se poderá aproximar do valor de referência de Maastricht se liquidar parte dos seus activos financeiros, e utilizar o valor obtido para amortizar aquela dívida. Pelo contrário, se a dívida estivesse expressa em termos líquidos, o seu valor não se alteraria com aquela operação.

Por outro lado, não são também considerados outros activos do Estado, como é o caso das empresas públicas, cujo valor global pode diferir muito entre os estados-membros. Tal como no caso anterior, também aqui o governo poderá vender parte destes activos para resgatar a sua dívida, o que constituirá eventualmente um incentivo para o aumento das privatizações de algumas empresas públicas. O inconveniente deste processo é que a redução do peso do sector público na economia seria provocada apenas por necessidades de financiamento do governo, sem qualquer intenção subjacente de ajustamento estrutural da economia. Além disso, admitindo que o valor obtido com a privatização de determinado activo público é igual ao seu “valor de continuação”¹¹¹ no sector público, não se deveria verificar qualquer alteração na valorização das responsabilidades líquidas do estado.

Estas duas situações de liquidação de activos do Estado mostram que é perfeitamente possível a um país aproximar-se dos valores de referência do Tratado sem ter que efectuar, na realidade, qualquer tipo de ajustamento orçamental profundo como se pretendia, de forma a aumentar a eficácia da intervenção do sector público na economia.

Considerando a dívida pública líquida em lugar da dívida bruta, a França, por exemplo, passaria (em 1991) de um rácio dívida/PIB de 47% para 26%, que poderia mesmo atingir os 15% caso fossem também contabilizados os activos do Estado nas empresas nacionais,

¹¹¹. Definimos aqui “valor de continuação” como o somatório dos fluxos de rendimentos futuros, actualizados, caso o activo permanecesse propriedade do Estado.

enquanto na Holanda aquele rácio passava de 83% para 61%¹¹². No quadro 5 apresentamos esta análise, efectuada para alguns países comunitários com base em valores de 1990.

Quadro 5: Dívida pública bruta e líquida, para os países comunitários, em 1990.

	Dívida bruta (% do PIB)	Dívida líquida (% do PIB)
Alemanha	43,9	24,1
Bélgica	131,5	121,3
Dinamarca	59,6	27,3
Espanha	45,3	32,7
França	47,1	25,4
Holanda	79,8	59,3
Itália	103,8	100,9
Reino Unido	36,7	30,0

Fonte: OECD Economic Outlook, in Buitier (1992)

Por último, seria também importante considerar a forma de financiamento das pensões dos funcionários públicos, que podem estar já asseguradas pela constituição de um fundo de pensões ou não (este é o caso de grande parte dos países comunitários). Buitier (1992) descreve o exemplo holandês, onde a inclusão do fundo de pensões dos funcionários públicos seria suficiente para diminuir o rácio dívida/PIB para valores abaixo do indicador de referência. Surgiriam assim grandes alterações nos valores dos rácios, se comparássemos a situação dos países com programas de pensões dos funcionários públicos “fundeados” e “não fundeados”¹¹³.

Ligado a este aspecto, é também importante distinguir a forma como são efectuadas as isenções fiscais e a tributação sobre as contribuições para a segurança social e sobre os seus benefícios. No caso das contribuições serem isentas de pagamento de impostos enquanto os benefícios são tributados, verifica-se como que um empréstimo implícito feito pelo Estado aos contribuintes, uma situação que deveria ser ponderada no cálculo da dívida pública efectiva.

112. Dados apresentados em Cacheux, J. et al. (1992)

113. Cunha e Machado (1991) salientam a importância, no caso português, de ter em atenção o valor bastante elevado das responsabilidades futuras com a Segurança Social.

Todas estas questões colocam-se não apenas em termos do conceito óptimo a utilizar como indicador de referência, mas sobretudo devido às enormes disparidades que se podem verificar nos diferentes países, e que tornam o conceito utilizado num indicador precário para a comparação da situação orçamental dos diferentes estados-membros. Torna-se assim necessário assegurar uma maior transparência e uma completa harmonização da contabilidade pública nos países comunitários.

3.5.2.2. O Carácter “Universal” dos Valores de Referência

Uma outra crítica frequentemente apontada aos critérios de disciplina orçamental é a sua “universalidade”, não permitindo contemplar as diferenças nas estruturas económicas e na evolução de certas variáveis macroeconómicas dos estados-membros, nomeadamente na taxa de crescimento real do produto e na taxa de inflação¹¹⁴.

Em primeiro lugar, o Tratado da União Europeia não considera o facto de que o comportamento orçamental necessário para se conseguir estabilizar o rácio dívida/PIB ao nível desejado, é muito diferente para países com distintas taxas de crescimento real do produto. Como vimos na equação (13) do ponto 3.5.1. [$d_t = d_{t-1} / (1+g_t) (1+\pi_t) + def_t$], países com maiores taxas de crescimento real do PIB (g) conseguem suportar, com maior facilidade, valores mais elevados de dívida pública.

Na realidade, estas diferenças na taxa de crescimento real do PIB persistem ainda entre os doze países comunitários (embora a tendência seja para uma maior aproximação), como podemos verificar no quadro 6, a seguir apresentado. Além disso, os critérios de convergência adoptados no Tratado da União Europeia não incluem a necessidade de uma maior convergência nas taxas de crescimento real do produto. Aliás, a desejada aproximação dos níveis de desenvolvimento económico dos doze estados-membros exige mesmo algumas diferenças nas suas taxas de crescimento.

Em segundo lugar, e seguindo os mesmos argumentos, não são também tomadas em atenção as diferenças que persistem entre as taxas de inflação dos estados-membros (ver quadro 7), não havendo assim uma distinção entre as taxas de juro nominais e reais sobre a dívida pública acumulada.

¹¹⁴. Para uma análise mais aprofundada deste ponto ver, por exemplo, Corsetti e Roubini (1992), Buiters (1992) e Buiters et al. (1992).

Quadro 6: taxa de crescimento real do PIB nos países comunitários.

	1990	1991	1992	1993
Alemanha	5,7	4,5	2,1	-1,6
Bélgica	3,2	1,8	1,4	-1,6
Dinamarca	2,0	1,2	1,2	0,0
Espanha	3,6	2,2	0,8	-0,9
França	2,5	0,7	1,4	-0,9
Grécia	-0,1	1,8	1,3	-0,2
Holanda	4,1	2,1	1,4	-0,3
Irlanda	9,0	2,6	4,8	2,0
Itália	2,1	1,3	0,9	-0,3
Luxemburgo	3,2	3,1	1,9	0,7
Portugal	4,4	2,1	1,1	-0,5
Reino Unido	0,4	-2,3	-0,5	1,9
Média	3,342	1,758	1,483	-0,14
Desvio Padrão	2,411	1,612	1,228	1,17

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a).

O indicador utilizado em Maastricht para o rácio défice/PIB refere-se ao saldo orçamental global, em termos nominais (incluindo os juros) - saldo corrente e de capital. O problema é que, em alguns países comunitários, uma grande componente dos encargos com juros da dívida pública representam uma carga puramente nominal e não real¹¹⁵. Assim, uma regra orçamental baseada em défices nominais não afectará todos os países da mesma forma, enquanto as taxas de inflação não se uniformizarem no interior do espaço europeu.

Depois do estabelecimento irrevogável de um regime de taxas de câmbio fixas, é de esperar uma maior aproximação entre os níveis de inflação de todos os países comunitários¹¹⁶. Contudo, até à adopção da moeda única, haverá um período de transição em que certamente se irão manter algumas diferenças, uma vez que o critério de convergência das taxas de inflação apenas exige

¹¹⁵. Os países com taxas de inflação mais elevadas beneficiam de uma depreciação no valor real da sua dívida pública.

¹¹⁶. Contudo, Buitier (1992) refere que se persistirem diferenças entre os países, por exemplo em relação às taxas de crescimento da produtividade no sector dos bens não-transaccionáveis, poderão continuar a persistir divergências nas taxas de inflação, mesmo com uma moeda comum.

que, no ano anterior à passagem para a terceira fase da UEM, os países registem uma diferença máxima de 1,5 pontos percentuais, relativamente à média dos três estados-membros com menores taxas de inflação.

Quadro 7: Taxa de crescimento do índice de preços implícito no consumo privado.

	1990	1991	1992	1993
Alemanha	2,8	3,8	4,8	4,3
Bélgica	3,6	2,5	2,1	2,8
Dinamarca	2,6	2,5	1,9	1,4
Espanha	6,5	6,3	6,4	4,7
França	2,9	3,0	2,4	2,3
Grécia	19,7	18,4	14,9	13,7
Holanda	2,2	3,4	3,0	2,1
Irlanda	1,6	2,3	2,6	2,3
Itália	5,2	6,9	5,4	4,4
Luxemburgo	3,6	2,9	2,8	3,6
Portugal	12,6	11,1	9,7	6,7
Reino Unido	5,5	7,4	4,8	3,4
Média	5,733	5,875	5,067	4,308
Desvio Padrão	5,294	4,775	3,833	3,29

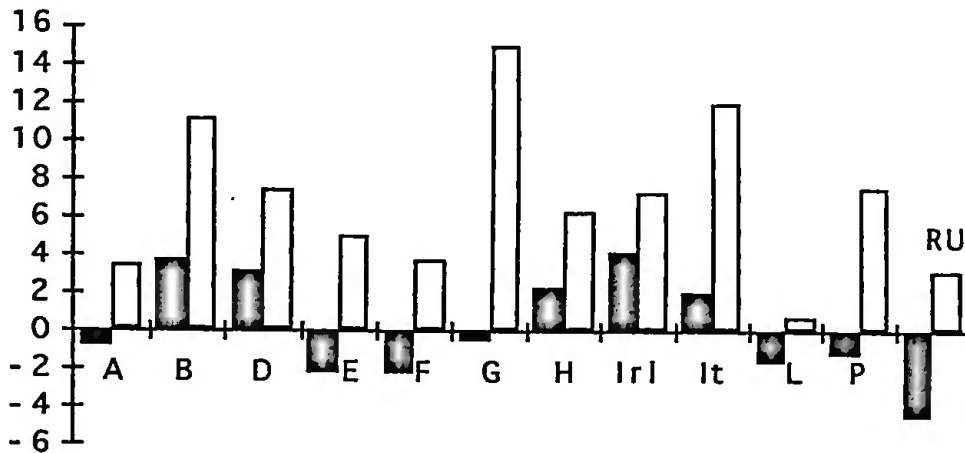
Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a).

Como se depreende, a grande questão aqui colocada é saber até que ponto a crescente integração económica, que culminará no estabelecimento da UEM europeia, irá aproximar de forma significativa o comportamento económico dos seus membros, uniformizando as principais variáveis macroeconómicas (taxa de juro real, taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação, etc.) e tornando os indicadores orçamentais mais compatíveis entre si.

Por outro lado, os países com uma dívida pública mais elevada enfrentam uma carga bastante mais significativa da componente real dos encargos com os juros sobre a dívida, relativamente aos países que possuem hoje uma dívida menor. Como o valor de referência inclui as contas corrente e de capital, aqueles países serão forçados a manter nos próximos anos superávites

primários substanciais, o que não será muito fácil, atendendo por exemplo aos custos económicos, sociais e políticos que tal programa acarreta. Um excedente primário elevado pode ter efeitos negativos na estrutura das despesas, sobretudo se for conseguido através de cortes no nível de investimento público. Por outro lado, se afectar as despesas correntes, pode provocar tensões sociais, com efeitos no plano da redistribuição dos rendimentos.

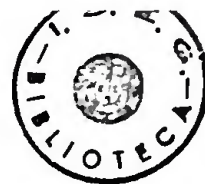
Gráfico 3: Saldo primário e juros da dívida, em 1993.



Nota: Nas colunas a cheio representam-se os saldos primários e a branco os encargos com os juros da dívida acumulada, ambos em percentagem do PIB.

Fonte: Commission des Communautés Européennes (1994a).

A recente deterioração das finanças públicas, parcialmente explicada pela recessão que atingiu os países comunitários, provocou um aumento dos níveis de dívida pública, agravando os encargos com os pagamentos de juros, que representam hoje cerca de 5,5% do PIB comunitário. Como se pode constatar no gráfico 3, grande parte dos países com grandes montantes de dívida pública (Bélgica, Holanda, Irlanda e Itália) conseguiram já apresentar saldos primários positivos, o que representa um esforço de consolidação orçamental. Contudo, os elevados encargos suportados com os juros da dívida, forçaram-nos a continuar a apresentar défices orçamentais muito significativos.



3.5.2.3. As externalidades das políticas orçamentais

Um dos principais propósitos dos critérios de convergência orçamental, definidos no Tratado de União Europeia, é o de evitar os efeitos adversos das externalidades que a indisciplina orçamental de um determinado estado-membro pode provocar nos seus parceiros¹¹⁷, nomeadamente com a subida das taxas de juro e os efeitos inerentes sobre o nível de investimento e de crescimento do produto.

Embora não coloque em causa a existência destas externalidades, Buitter (1992) nega a necessidade absoluta de as evitar, nomeadamente através de limites quantitativos máximos ao défice e dívida pública. O seu argumento, que vem da Teoria do Equilíbrio Geral e do Bem Estar, assenta na distinção entre:

- externalidades pecuniárias: efeitos apenas no preço de mercado, sem consequências adversas de eficiência se os mercados forem perfeitamente competitivos;
- externalidades tecnológicas: efeitos no cabaz de consumo, nas funções de utilidade ou nas funções de produção dos outros agentes, pelos quais não tem de pagar o preço adequado.

Quando um determinado governo financia o seu défice no mercado de capitais, a subida consequente da taxa de juro (que é uma externalidade pecuniária) constitui apenas um sinal de que o mercado está a funcionar de forma eficiente. Esta subida da taxa de juro apenas terá efeitos redistributivos, sendo uma boa notícia para todos os credores e uma má notícia para todos os devedores. Se estes efeitos forem considerados indesejáveis, o governo poderá intervir da forma que considerar mais apropriada.

Existem fundamentos teóricos que apoiam a necessidade de uma coordenação internacional em diversos aspectos da política orçamental, nomeadamente em termos do nível de consumo e investimento público e das taxas de tributação fiscal (ver secção 2.2.), pois podem originar externalidades tecnológicas. Contudo, o mesmo não acontece em termos do défice e dívida pública. Para estes aspectos, Buitter não concorda com a necessidade de forçar a coordenação internacional sob a forma de regras rígidas, uma vez que esse mecanismo está já assegurado pelos mercados financeiros internacionais.

¹¹⁷. Uma análise mais aprofundada destas externalidades foi efectuada no primeiro capítulo.

3.5.2.4. A possibilidade de financiamento monetário¹¹⁸ dos défices

Um outro factor apontado para a necessidade de disciplinar as políticas orçamentais dos estados-membros, através da imposição de limites quantitativos ao défice e dívida, tem a ver com o perigo de uma possível monetização dos défices excessivos. Teme-se que os países em dificuldades possam pressionar o Banco Central Europeu (BCE) a monetizar os seus défices, com consequências negativas para a estabilidade monetária de toda a União Monetária.

Contudo, esta hipótese está já prevista no Tratado de União Europeia¹¹⁹, que garante para o SEBC e BCE um carácter de independência superior ao de qualquer banco central actual, incluindo o “Bundesbank”. Esta independência, definida no art.º 7.º do citado protocolo, é consubstanciada nomeadamente pela forma de nomeação e duração do mandato dos membros do Conselho e da Comissão Executiva, e também pela proibição de concessão de qualquer tipo de crédito ou compra directa¹²⁰ de títulos de dívida às autoridades centrais, regionais ou locais dos estados-membros (art.º 21.º do mesmo protocolo). Além disso, depois de concretizada a UEM, qualquer autoridade pública nacional ficará certamente numa posição muito mais fraca relativamente ao Banco Central Europeu do que está hoje relativamente ao seu próprio banco central.

No entanto, esta interdição de financiamento directo não impede, por si só, um estado-membro de apresentar um “défice excessivo”, financiando-o no mercado ou por intermédio das instituições de crédito, privadas ou públicas, e provocando, eventualmente, uma subida das taxas de juro em detrimento dos seus parceiros. Os indicadores de 3% e 60% para os rácios do défice e da dívida justificar-se-iam, assim, para evitar que um país beneficiasse da unificação dos mercados de capitais para apresentar défices muito elevados.

Pelo contrário, os limites orçamentais podem mesmo provocar problemas à condução da política monetária comum. Uma vez que estes limites reduzem a capacidade de estabilização da política orçamental, como vimos no segundo capítulo, podem originar pressões sobre a política monetária da UEM, no sentido de que esta assuma um papel mais importante de estabilização, o que poderá ter alguns custos em termos de inflação.

118. A expressão “financiamento monetário” é aqui entendida como o financiamento que provoca uma variação na base monetária.

119. Ver “Protocolo relativo aos estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu”, anexo ao Tratado da União Europeia.

120. Esta proibição pode ser torneada, de certa forma, pela compra indirecta (em “open-market” - ver art.º 18.º do protocolo) no mercado, de títulos de dívida pública.

3.5.2.5. Disciplina pelo mercado

Na secção 3.2., havíamos já apontado a possibilidade da disciplina orçamental poder ser assegurada por um mercado de capitais eficiente, através da exigência de uma maior taxa de juro aos títulos de dívida pública, ou até mesmo de um racionamento de crédito aos governos. Para evitar repetições desnecessárias, optámos por enunciar nessa secção apenas as condições necessárias ao funcionamento eficiente dessa disciplina pelo mercado. Neste ponto complementamos a análise, tentando averiguar em que medida é que esta situação se verifica na realidade, e de que forma pode ser influenciada com a constituição de uma união monetária, onde a adopção de uma moeda comum faz desaparecer o risco de câmbio como uma das causas do diferencial nas taxas de juro dos diferentes estados-membros¹²¹.

Os detentores de títulos de dívida pública podem exigir um prémio de risco sobre a taxa de juro, na presença de dois tipos de situação. Em primeiro lugar, se existir um risco de desvalorização do valor dos títulos, isto é, se os países com dívidas elevadas monetizarem essa dívida (“inflation-tax”), reduzindo o seu valor real. Contudo, esta opção estará certamente afastada num contexto de união monetária, onde cada país fica impossibilitado de fixar, de forma independente, a sua taxa de inflação¹²². Na verdade, os governos indisciplinados poderiam pressionar o futuro Banco Central Europeu para um certo relaxamento da sua política monetária, de forma a conseguirem uma diminuição do valor real da sua dívida. Contudo, o Tratado da União Europeia, como vimos no ponto anterior, prevê um elevado grau de independência desta instituição relativamente aos poderes políticos, o que parece diminuir aquela possibilidade (embora não a exclua totalmente pois, como já vimos, o BCE pode intervir para evitar uma crise financeira na Comunidade).

Uma outra situação que pode originar a exigência de um prémio de risco é a percepção, pelos agentes económicos, da possível existência de um risco de não pagamento das obrigações do Estado (“default risk”)¹²³. Essa possibilidade pode ser identificada, por exemplo, por uma diferença entre a taxa de juro da dívida pública e a taxa de juro da dívida privada, para iguais períodos de maturidade.

Antes de mais, convém salientar que uma situação de repúdio total da dívida pública será

¹²¹. Esta questão foi examinada por vários autores, entre os quais podemos referir Frenkel e Goldstein (1991), Alesina et al. (1992), Buitier (1992), Gros e Thygesen (1992) e Goldstein e Woglom (1992).

¹²². Uma solução para o país em dificuldades seria o abandono da união monetária, o que lhe acarretaria certamente enormes custos políticos.

¹²³. Este tipo de risco pode tomar a forma de um cancelamento, total ou parcial, da dívida pública, ou de um imposto retroactivo sobre os títulos.

certamente evitada pelos governos, devido aos enormes custos que essa situação lhes pode acarretar. Em primeiro lugar, porque esse governo teria enormes dificuldades em conseguir obter empréstimos no futuro. Em segundo lugar, porque os agentes económicos detentores dos títulos seriam bastante prejudicados, provocando uma injusta redistribuição de rendimentos. Por último, porque muitas instituições financeiras, que normalmente detêm uma grande percentagem de títulos de dívida pública na sua carteira, poderiam cair em falência ou em graves dificuldades, provocando uma enorme instabilidade financeira no país.

O mesmo sucederia se a ameaça de não pagamento da dívida prejudicasse os credores, detentores dessa dívida, fora do país. O governo em causa tentaria certamente evitar todas as sanções que esta situação acarretaria (recusa de concessão de crédito no futuro, congelamento dos activos do governo no exterior, exigência de pagamento a pronto de todas as transacções internacionais, etc.).

Para Buitter (1992), se o compromisso do “no bail-out” for credível, os mercados financeiros, por si só, conseguem assegurar a disciplina e a contenção da política orçamental em todos os estados-membros. Contudo, outros autores contestam este argumento de eficácia da disciplina de mercado. Para Corsetti e Roubini (1992), por exemplo, esta ideia “parece resultar mais de um desejo do que de uma avaliação real dos incentivos enfrentados pelos estados-membros”. Com efeito, a disciplina de mercado, sob a forma de taxas de juro mais elevadas, não impediu os países de continuarem a apresentar políticas orçamentais insustentáveis ao longo da década de oitenta. Gros e Thygesen (1992), num estudo efectuado para o Canadá e para os Estados Unidos, encontraram pouca evidência de que estes mecanismos funcionem realmente.

Os exemplos normalmente citados pelos autores para provar a incapacidade dos mercados em avaliar e disciplinar a situação orçamental das autoridades, são o caso da dívida dos países da América Latina e a crise de liquidez da cidade de Nova Iorque em meados dos anos 70. No primeiro caso, os mercados financeiros mostraram alguma morosidade em avaliar os riscos até que, em 1982, reagiram bruscamente e quase indiscriminadamente. No caso da crise da cidade de Nova Iorque (que ocorreu apesar da existência de um requisito constitucional para equilibrar o orçamento), não se verificou qualquer exigência de prémio de risco até que, em determinado momento, lhe foi cortado totalmente o crédito (Goldstein e Woglom (1992)). Apesar de ter acabado por existir efectivamente um racionamento ao crédito, isto parece sugerir que os mercados financeiros não operam, normalmente, com prémios de risco progressivamente crescentes, até ao ponto em que negam completamente o crédito.

Esta situação foi considerada no “Relatório Delors”¹²⁴ que, apesar de entender que o mercado pode exercer uma certa influência disciplinadora, prevenia que “as percepções do mercado nem sempre nos dão indicações firmes e claras e que o acesso a um grande mercado de capitais pode mesmo facilitar o financiamento de desequilíbrios económicos”. Alertava também para o facto das forças de mercado poderem ser “quer demasiado lentas e fracas, quer demasiado rápidas e desestabilizadoras”. Com efeito, os limites orçamentais impostos em Maastricht mostram que os responsáveis europeus não depositam muita confiança no mercado como força disciplinadora suficiente.

Quadro 8: Taxas de juro sobre a dívida pública e privada em países da OCDE.

	Dívida pública	Dívida privada
Alemanha	5,49	5,38
Austrália	6,80	7,25
Bélgica	6,37	7,46
Canadá	6,68	8,02
Espanha	8,00	8,64
EUA	5,89	7,16
França	5,62	5,98
Holanda	5,49	6,38
Itália	8,53	7,71
Japão	3,45	3,68
Reino Unido	6,34	7,66
Suécia	6,95	7,59
Suiça	3,96	4,37

Fonte: “The Economist”, 8 de Janeiro de 1994.

Um estudo efectuado por Alesina et al. (1992), para doze países da OCDE no período 1974-89, mostra que a taxa de juro da dívida pública é menor que a taxa de juro da dívida privada, o que parece indicar que os agentes económicos consideram que existe um risco superior na dívida privada. Apesar disto, o estudo observou também que aumentos repentinos ou altos níveis de dívida pública, provocam normalmente um aumento na taxa de juro sobre essa dívida,

124. Comité para o estudo da União Económica e Monetária (1989), parág. 30.

proporcionalmente superior à taxa de juro da dívida privada. Assim, o estudo conclui que, apesar de estatisticamente significativo, o prémio de risco é bastante pequeno¹²⁵, pelo que não se pode defender que o mercado, por si só, consegue impor a disciplina orçamental.

O quadro 8, acima apresentado, corrobora aquelas conclusões. Excluindo os casos da Alemanha e da Itália, as taxas de juro sobre os títulos de dívida privada são sempre superiores às taxas de juro sobre a dívida pública, mesmo em países que apresentam elevados montantes de dívida. A Itália é o único exemplo de um país com um grande nível de dívida pública, em que a taxa de juro exigida aos títulos do Estado, é superior.

Contudo, é de notar que o estudo referido foi efectuado sobre países não pertencentes a uma União Monetária, o que significa que o prémio de risco pode abranger não só o risco de não pagamento, como também o risco de desvalorização. Wyplosz (1991) admite que a UEM deverá conduzir a um aumento relativo das taxas de juro dos títulos de dívida pública, tanto maior quanto mais difícil se tornar o processo de tributação às famílias e às empresas.

3.5.2.6. A “regra de ouro” das finanças públicas

Quando um determinado estado-membro ultrapassar a barreira dos 3%¹²⁶ imposta ao rácio do défice/PIB, a Comissão irá verificar se esse défice orçamental é superior às despesas públicas de investimento¹²⁷. Esta cláusula pode ser identificada com a denominada “regra de ouro” das finanças públicas, embora esta denominação não se encontre no texto do Tratado - o Estado não deve pedir emprestado um valor superior ao da formação de capital (apresentando um saldo nulo ou um superávit no orçamento corrente). Isto parece indicar que, quando o Tratado refere que “os Estados-membros devem evitar défices orçamentais excessivos” (art.º 104-C, n.º 1), o que será considerado excessivo será apenas o défice corrente, não o défice global.

Contudo, esta possibilidade de excepção à regra coloca alguns problemas de verificação. Desde logo, a principal crítica que se pode fazer à “regra de ouro” deriva da dificuldade de, na prática, distinguir tudo o que pode ser considerado despesa de investimento ou de formação de capital¹²⁸. Podemos apontar o exemplo das despesas com educação (os salários dos

125. No entanto, alguns autores consideram que aquele pequeno prémio de risco é suficiente.

126. Convém recordar que este valor coincide exactamente com a percentagem de despesas de investimento público da Comunidade nos últimos anos.

127. Art.º 104-C, n.º 3, do Tratado de União Europeia.

128. O Protocolo relativo aos défices define investimento, ou formação bruta de capital fixo, de acordo com a definição do Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas.

professores, por exemplo) ou dos gastos em material militar. Como afirma Artis (1992), por exemplo, o problema com estas definições é o facto de permitirem uma contabilização “criativa e arbitrária”, possibilitando algumas disparidades entre os estados-membros.

Por outro lado, a eficácia da “regra de ouro” não é uma conclusão partilhada por todos os autores. Numa perspectiva keynesiana, por exemplo, os gastos em consumo público são fundamentais em épocas recessivas, compensando a quebra na despesa privada. Esta opção será marginalizada, ao imporem-se limites muito rígidos de disciplina sobre o orçamento corrente.

Por último, a possibilidade do défice ultrapassar o valor indicado, desde que tal se deva apenas a despesas de investimento, tem implícita a ideia de que estas despesas irão gerar no futuro receitas capazes de compensar, em absoluto, os encargos com a dívida entretanto contraída (por exemplo com o aumento da base de incidência fiscal ou através da cobrança directa de taxas de utilização). Contudo, isso pode não acontecer, por várias razões. Além disso, a “taxa social de rentabilidade” de um determinado projecto de investimento do governo pode ser superior à sua taxa de rendimento financeiro (por exemplo, investimentos dirigidos à protecção do ambiente), sendo portanto socialmente desejável que o Estado continue a efectuar estas despesas.

No entanto, a “regra de ouro” poderá assumir alguma utilidade, não tanto em termos quantitativos, mas mais numa análise qualitativa da natureza das despesas do sector público. Isto porque a necessidade de ajustamento orçamental, imposta pelos critérios de convergência, poderá incentivar os governos a começar os cortes pelas despesas de investimento público, que não têm tantas consequências em termos sociais e políticos como, por exemplo, os cortes nos subsídios ou nas pensões. Contudo, e como ficou demonstrado no ponto 3.5.1., o limite imposto aos défices orçamentais é ainda mais rigoroso que a própria regra de ouro.

3.5.2.7. Outras críticas

- Do ponto de vista de uma união monetária em geral, a focalização sobre as regras orçamentais pode parecer discutível, dado que o défice público é apenas uma das componentes da poupança nacional (Goldstein e Woglom (1992), Maggiulli (1993)). Mesmo numa situação orçamental solvente, será importante verificar o nível da poupança nacional global (pública e privada) e do saldo da balança de transacções correntes, que poderão exigir igualmente a necessidade de diminuir o défice orçamental. Uma poupança nacional insuficiente provocará um défice na BTC do país, com consequências para toda a Comunidade via tendência para o aumento da taxa de juro e aumento do défice externo global, com implicações na taxa de câmbio comum. Com

efeito, o défice público é apenas uma das componentes da poupança nacional total. A Bélgica, a Holanda e a Irlanda, países com défices orçamentais elevados e com rácios da dívida/PIB dos mais altos da Comunidade (respectivamente 130%, 80% e 100% previstos para 1992), apresentam, no entanto, BTC excedentárias (respectivamente 1%, 4% e 2% do PIB¹²⁹), o que significa que a poupança das famílias e das empresas mais que compensa o desaforro do Estado.

- Um outro factor que diferencia a situação orçamental dos países, mesmo com rácios idênticos de défice e dívida, são as possíveis diferenças nos prazos de maturidade da dívida pública (ver quadro 9). Por exemplo, uma política monetária contraccionista por parte da autoridade monetária central da Comunidade Europeia, com a conseqüente subida das taxas de juro, provoca problemas muito mais agudos em países com uma dívida pública com prazos mais curtos de maturidade. Por outro lado, os países que detêm responsabilidades de dívida com prazos mais elevados de maturidade (e com taxas de juro nominais fixas), serão mais prejudicados com o processo de diminuição das taxas de inflação, pois este implica um aumento das taxas de juro reais dessa dívida.

Quadro 9: Dívida pública de curto prazo (% da dívida total).

Ale.	Bél.	Din.	Esp.	Fra.	Gré.	Hol.	Irl.	Ita.	Por.	R.U.
1,8	21,8	14,5	60,8	45,3	92,5	9,1	6,5	30,3	62,5	30,3

Fonte: Giavazzi e Pagano (1988)

- Os critérios não tomam também em atenção a dimensão relativa do orçamento dos diferentes estados-membros, o que coloca em desvantagem os países com um peso superior do sector público na economia (despesas e receitas). Segundo dados da Comissão Europeia (1994), referentes a 1993, as despesas totais das administrações públicas, em percentagem do PIB, variaram entre 42,9% na Irlanda e 61,5% na Dinamarca. Por exemplo, a parte do défice resultante de uma diminuição de receitas devido ao ciclo económico (recessões) é muito maior em países com grandes orçamentos. E, como refere Wyplosz (1991), a dimensão do orçamento do sector público não é um critério de disciplina ou indisciplina.

- Por último, é de referir o facto da escolha dos valores de referência para os rácios do défice e

¹²⁹. Valores apresentados em Jaillet e Patat (1992).

dívida ser necessariamente arbitrária, uma vez que a teoria económica não fornece qualquer indicação para um limite preciso daqueles dois rácios. Os valores escolhidos não têm qualquer ligação com a análise da restrição orçamental intertemporal do sector público (ver secção 2.1.1.), que é o critério normalmente utilizado pelos economistas para aferir se a política orçamental de um determinado país é indisciplinada. Wyplosz (1991) mostra que o único critério deveria passar pela avaliação da capacidade dos futuros superávites primários em assegurar o serviço da dívida acumulada. Esse limite de solvabilidade depende do superáвите máximo tolerável, em regime de estacionariedade da taxa de juro real e da taxa de crescimento da economia. Assim, de acordo com os seus cálculos, montantes da ordem dos 150% a 250% do rácio dívida/PIB, não colocam em causa a solvabilidade dos estados membros.

3.5.3. Consequências económicas dos critérios

Uma crítica frequentemente apontada aos valores de referência do Tratado, prende-se com as possíveis consequências sobre a economia dos países que orientam a sua política económica no sentido de os satisfazer, nomeadamente em termos do carácter assimétrico dos valores de referência, e da possibilidade de conduzirem a uma política económica pró-cíclica. Em termos gerais, como vimos antes, estes custos de ajustamento poderão variar em função de cenários mais ou menos optimistas de evolução das taxas de juro, taxa de crescimento do produto e da taxa de inflação.

Desde 1985, o valor médio do rácio dívida/PIB nos 12 países comunitários, tem andado sempre muito próximo dos 60%. Por seu lado, o valor médio do rácio défice/PIB tem sido normalmente superior a 3% desde 1981, com excepção de 1989, em que atingiu o valor 2,7% (ver anexos). Com estes valores médios, e com o carácter assimétrico dos indicadores de convergência orçamental (proíbem-se os valores acima do indicador, mas permitem-se todos os valores abaixo), verificar-se-á certamente um enviesamento contraccionista na política orçamental comunitária para os próximos anos. Aliado a esta condicionante está também a obrigatoriedade de satisfazer o critério da taxa de inflação e da taxa de juro que, necessitando de uma política monetária também restritiva, irá acentuar aquele enviesamento contraccionista.

Para além disso, o enviesamento será também reforçado pela necessária perda de capacidade dos governos em conduzir políticas orçamentais contracíclicas, através dos denominados estabilizadores automáticos ou de políticas discricionárias (propostas pelos modelos keynesianos). Aqueles estabilizadores asseguram que os défices aumentem em períodos recessivos e diminuam em períodos de maior crescimento económico, através de alterações nas

receitas dos impostos e nas transferências financeiras para as famílias (subsídios de desemprego, formação profissional, subsídios às empresas, etc.). Como afirmam Corsetti e Roubini (1992), os indicadores não corrigem a componente cíclica dos défices, isto é, não deixam lugar ao “alisamento de impostos” (“tax smoothing”), um pressuposto dos modelos neoclássicos, que defendem um aumento dos défices públicos durante as recessões, compensados posteriormente por um aumento das receitas no período de crescimento da economia, de forma a evitar os efeitos distorcionários de variações constantes no nível de tributação.

Dado o valor máximo de 3% para o rácio do défice, as suas flutuações cíclicas terão de variar em redor de um valor médio inferior aos 3% permitidos, de forma a não ultrapassar o valor de referência por exemplo em períodos recessivos. Na verdade, o Tratado admite a possibilidade de existência de valores para o rácio do défice superiores ao valor de referência, desde que estes sejam “meramente excepcionais e temporários (art.º 104-C, n.º 2). Contudo, Buitier (1992) afirma que estes excessos cíclicos no défice orçamental “seriam temporários mas não seriam certamente excepcionais”.

Pelo contrário, os critérios definidos em Maastricht podem provocar uma política económica pró-cíclica (agravando as recessões que surgem no evoluir do ciclo económico), uma vez que a política orçamental dos estados-membros nos próximos anos será tão mais restritiva quanto menor for a taxa de crescimento da economia e quanto mais elevadas forem as taxas de juro.

Actualmente, apenas um ou dois países conseguem satisfazer plenamente os critérios de convergência orçamental. Se todos os outros estados-membros prosseguirem ao mesmo tempo políticas orçamentais restritivas, de forma a conseguirem satisfazer aqueles critérios, o enorme esforço dispendido pode até ser infrutífero. Com efeito, a diminuição das despesas públicas ou o aumento dos impostos em cada estado-membro, provocará uma diminuição no crescimento económico desse estado e também no crescimento dos seus parceiros dado o enorme grau de interdependência económica. Esta diminuição na actividade fará baixar as receitas dos impostos em todos eles, resultando em ganhos nulos, ou diminutos, em termos dos rácios défice/PIB e dívida/PIB.

Além de tudo isto, como o nível das taxas de juro depende em grande parte da vontade do banco central alemão, exclusivamente preocupado com a estabilidade do nível de preços, os restantes estados-membros não poderão esperar que a sua política de redução do défice e dívida pública seja acompanhada de uma redução das taxas de juro, de forma a compensar os efeitos negativos na actividade económica.

A Comunidade Europeia poderá tender, assim, a permanecer uma zona de baixo crescimento económico e forte desemprego nos próximos anos, resultado da prioridade concedida às políticas económicas mais viradas para a protecção da taxa de câmbio e das finanças públicas, em detrimento de variáveis reais como a taxa de crescimento do produto e do emprego. Com efeito, para além do enorme esforço de contenção orçamental dispendido pelos países que pretendem integrar o grupo que iniciará a terceira fase da UEM, os problemas irão certamente prolongar-se, uma vez que os indicadores se vão manter mesmo depois de concretizada a união monetária.

3.5.4. A Flexibilidade dos Valores de Referência

Em termos globais, parece não haver grande contestação à necessidade de uma maior disciplina orçamental para a concretização da União Económica e Monetária, sobretudo em determinados estados-membros. O que normalmente se questiona é se os critérios não foram escolhidos com demasiada precisão e uniformidade. Como vimos, são muitas as críticas que têm vindo a ser colocadas aos critérios de convergência orçamental definidos em Maastricht, condenando o seu irrealismo, a sua ineficácia e até mesmo os custos económicos que acarretam. Outros autores preferem salientar o carácter meramente indicativo dos valores de referência, e a sua não obrigatoriedade para a adesão à União Económica e Monetária na Europa.

No primeiro grupo encontra-se por exemplo Buitter (1992), que considera que estes critérios são “arbitrários e sem qualquer fundamento teórico ou prático”, salientando ainda os enormes custos suportados pelos países que os tentam satisfazer. Para DeGrauwe (1993), como vimos, eles apenas permitem à Alemanha restringir o número de países participantes na UEM e, assim, manter a sua posição dominante na política monetária europeia. Corsetti e Roubini (1992) consideram também que os critérios são irrealistas e que a sua aplicação rígida resultaria num processo de união monetária a duas ou mais velocidades.

Compreendendo isto, os países comunitários permitiram uma certa interpretação “política” dos valores de referência, evitando também a imposição de sanções consideráveis aos países indisciplinados. O Tratado de União Europeia acaba assim por “suavizar” um pouco as mais rígidas sugestões anteriores, nomeadamente as do “Relatório Delors”¹³⁰.

¹³⁰. O Relatório sobre a UEM na Comunidade Europeia (Relatório Delors), aconselhava a imposição de “normas vinculativas”, enquanto que o Tratado da União Europeia optou por suavizar um pouco a expressão, designando-as por “valores de referência”.

Contudo, para outros autores esta “suavização” não é ainda suficiente. Artis (1992a), por exemplo, sublinha que a perda de soberania nacional em termos monetários não deve ser acompanhada da perda de soberania em termos orçamentais. Com efeito, as normas adoptadas restringem bastante o único instrumento macroeconómico que o “princípio da subsidiariedade”¹³¹ sugeria que permanecesse nas mãos das autoridades nacionais. A imposição de limites quantitativos ao défice e à dívida, significa que a política orçamental perderá a possibilidade de se tornar o grande instrumento de ajustamento de curto prazo, em resposta a possíveis choques assimétricos sobre a procura. Com efeito, a união monetária implicará a perda dos instrumentos da política cambial e monetária, ao mesmo tempo que não possui ainda um mecanismo eficiente de redistribuição regional para minorar os efeitos dos choques específicos a um país ou grupo de países. Assim, a política orçamental seria o instrumento de eleição para a absorção deste tipo de choques.

Uma solução alternativa aos critérios seria tentar reforçar a ideia de que as consequências económicas da indisciplina orçamental serão suportadas sobretudo pelo país em causa, não extravasando para os seus parceiros. Isto reforçaria a intenção da regra de não assistência (“no bailing out”), tornando-a mais plausível e permitindo libertar as políticas orçamentais para outros objectivos necessários numa união monetária.

Devido aos inúmeros argumentos apresentados contra a imposição de limites quantitativos aos défices e dívidas públicas, os responsáveis comunitários tentaram flexibilizar um pouco a sua proposta. Segundo o próprio Tratado da União Europeia, os valores de referência da disciplina orçamental não devem ser considerados de forma demasiadamente rígida¹³², prevendo diversas situações de excepção à obrigatoriedade absoluta de cumprimento desses valores. Estas possíveis excepções parecem reflectir um compromisso entre aqueles que advogam a necessidade de princípios rígidos e os que preferem uma certa margem de autonomia e flexibilidade para enfrentar as possíveis flutuações cíclicas da actividade económica. O problema é que as circunstâncias atenuantes, ali expressas, deixam lugar à possibilidade de uma interpretação um pouco subjectiva.

De acordo com o art.º 104.º-C, n.º 2 do Tratado, toleram-se valores para os rácios défice/PIB e dívida/PIB superiores aos valores de referência, desde que aquelas relações se encontrem numa trajectória descendente significativa, aproximando-se do indicado a um ritmo satisfatório. Esta

¹³¹. A interpretação normalmente feita a este princípio é que as decisões na Comunidade devem ser sempre tomadas ao nível mais descentralizado possível. As acções comunitárias limitam-se às situações em que se verifiquem ganhos de eficácia, relativamente às acções nacionais (art.º 3.º-B do Tratado da União Europeia).

¹³². Ao contrário dos valores de referência para a taxa de inflação, taxa de juro e taxa de câmbio.

possibilidade visa permitir a entrada na união monetária a países que muito dificilmente conseguiriam cumprir os critérios dentro do prazo fixado, como é o caso da Bélgica, Itália, Irlanda e Grécia. Além disso, permite também excessos “excepcionais e temporários” no valor do rácio do défice, desde que não se afaste muito do indicador. Contudo, a definição exacta do que pode ser considerado significativo, satisfatório, excepcional ou temporário, não se encontra ali bem especificada, pressupondo-se que dependerá da interpretação da Comissão, o organismo comunitário a quem compete a elaboração de um relatório sobre a evolução da situação orçamental dos estados-membros.

Além disto, e caso os valores verificados para aqueles rácios não possam ser desculpados pelos argumentos acima expostos, o relatório da Comissão irá ainda analisar se o défice orçamental se deve sobretudo a despesas públicas de investimento, tendo também em atenção a situação económica e orçamental a médio prazo, do estado-membro.

Depois de analisada a situação orçamental dos diferentes estados-membros, e depois de tomar em consideração todas as possíveis excepções que vimos atrás, a Comissão elaborará um relatório com a sua análise, que enviará ao Conselho. Será este que, analisado o parecer da Comissão e ouvido o estado-membro em causa, decidirá se ele apresenta ou não um défice excessivo nas suas contas. Esta decisão do Conselho apenas será tornada pública caso o estado-membro não tome as medidas consideradas eficazes para resolver a situação.

A decisão, pelo Conselho, de que um determinado estado-membro apresenta um défice excessivo (art.º 104.º-C, n.º 6), impedirá esse estado de participar desde o início no processo da união monetária. Se o “défice excessivo” se verificar já depois do país integrar a união, estão previstas uma série de sanções a aplicar: exigência que o estado-membro publique informações complementares antes de emitir dívida; convite ao Banco Europeu de Investimentos para reconsiderar a sua política de empréstimos ao estado-membro; exigência da constituição de um depósito não remunerado junto da Comissão; imposição de multas de importância apropriada (art.º 104.º-C, n.º 11).

Apesar de tudo, esta possível flexibilização dos valores de referência orçamental terá certamente implicações no comportamento estratégico dos estados-membros, ao permitir a entrada na terceira fase da UEM a países com indicadores superiores aos valores fixados. Em primeiro lugar, porque a decisão terá certamente um carácter bastante político, e não apenas técnico. Em segundo lugar, porque os países que necessitem de um esforço de ajustamento significativo no défice e dívida, ficarão sempre na expectativa de quais os valores exactos que irão ser permitidos.

3.5.5. Situação actual das finanças públicas na Europa

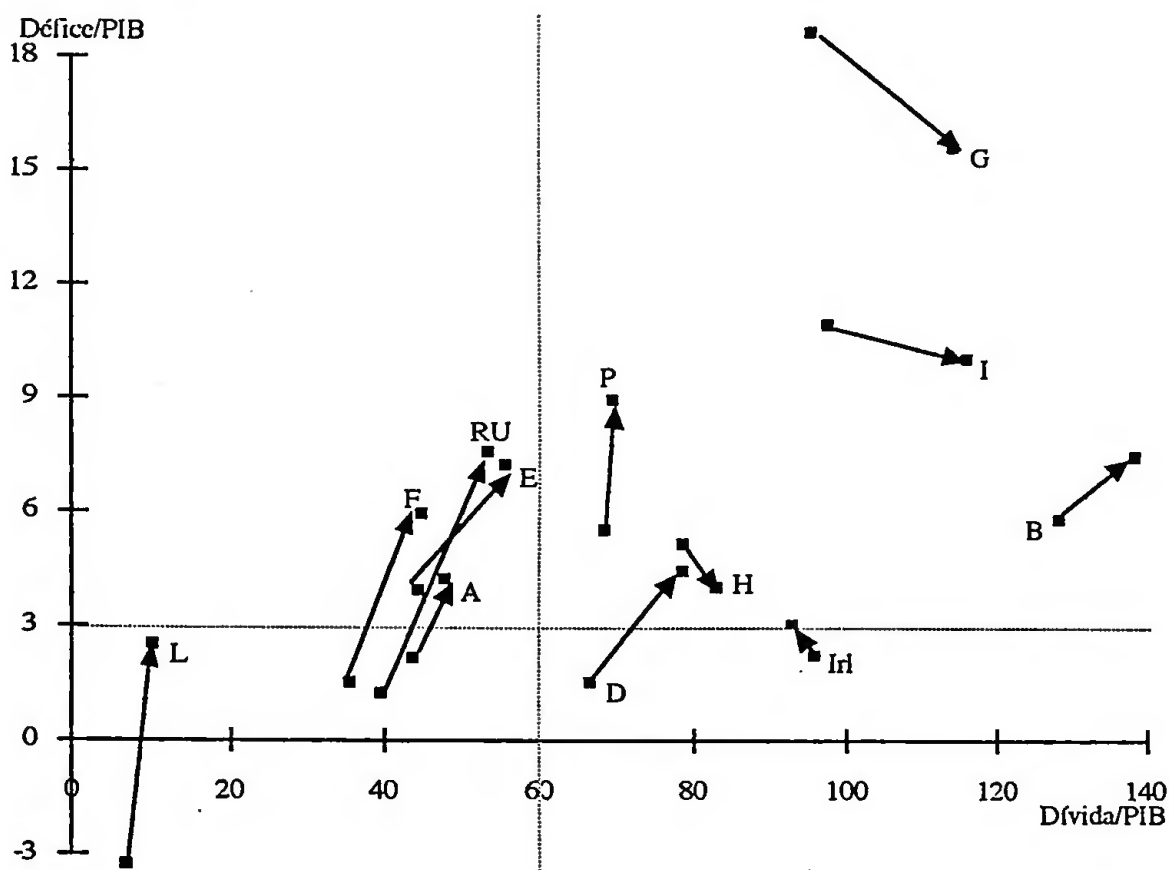
A partir de meados dos anos 70, os países europeus conheceram um enorme crescimento dos seus défices e dívidas públicas. Esta degradação das finanças públicas foi comum a todos os estados-membros, dado que todos estiveram expostos ao mesmo tipo de choques: desaceleração da actividade económica, aumento das transferências sociais, choque petrolífero de 1979, aumento das taxas de juro reais (que provocou uma dinâmica explosiva da dívida), etc.. Assim, durante a década de 80 houve um reconhecimento generalizado da necessidade de conter e diminuir aqueles indicadores. Contudo, os métodos utilizados e os resultados obtidos pelos vários países apresentaram algumas diferenças.

O abrandamento da actividade económica em 1991-93 provocou uma nova degradação generalizada das contas do Estado, especialmente sentida em países com grandes montantes de dívida pública (Bélgica, Grécia, Irlanda e Itália), como podemos constatar pela análise do gráfico 4. As necessidades de financiamento do sector público, em toda a Comunidade, passaram de 2,7% do PIB em 1989 para 6,4% em 1993 (ver anexos). Por outro lado, a dívida pública passou de 59,5% do PIB em 1989 para 68,4% em 1993, o que provocou um aumento do peso dos encargos com juros, que representam hoje cerca de 11% das despesas públicas totais e 5,6% do PIB (gráfico 3, no ponto 3.5.2.). Esta deterioração das finanças públicas pode ser explicada não só pela recessão económica, mas também pela persistência de altas taxas de juro, que aumentaram bastante o peso da dívida pública.

Assim, o processo para uma maior convergência económica desacelerou consideravelmente durante a primeira fase da UEM. Com base nos últimos dados disponíveis, parece evidente que a terceira fase da UEM dificilmente começará antes de 1999, a menos que, entretanto, se verifiquem circunstâncias bastante favoráveis, ou que se assista a uma interpretação muito liberal dos limites de convergência orçamental do Tratado. Com efeito, enquanto que em 1990 existiam quatro países dentro dos limites impostos em Maastricht, em 1993 apenas o Luxemburgo, o país mais pequeno da Comunidade, consegue cumprir os dois critérios de convergência orçamental.

A convergência imposta pelo Tratado de Maastricht torna-se assim bastante difícil de conseguir, num contexto de fraco crescimento económico e altas taxas de juro, conduzindo os países que procuram cumprir os critérios a acentuar o carácter restritivo e procíclico da sua política económica.

Gráfico 4: Valores dos rácios défice/PIB e Dívida/PIB nos países comunitários. Evolução entre 1990 e 1993.



Fonte: Dados retirados de Commission des Communautés Européennes (1994a).

Até ao momento, não se verificou na Europa uma concertação das políticas económicas, no sentido da tomada de decisões concretas, com vista ao relançamento da economia. De referir, contudo, a “Iniciativa Europeia de Crescimento”, consubstanciada num fundo europeu de investimento, decidido em Edimburgo no final de 1992. No entanto, os efeitos desta iniciativa, mesmo sob condições muito favoráveis, não deverão ser muito significativos em termos de crescimento económico e emprego. Um estudo efectuado pela equipa Mimoso (1993) mostra que o estímulo conjunto ao investimento das empresas, através de ajudas do BEI, do Fundo Europeu de Investimento e do Fundo de Coesão, terão um efeito global sobre o PIB comunitário de apenas cerca de 0,2% em 1994, diminuindo um pouco nos anos seguintes. Assim, o mesmo estudo, aponta soluções alternativas para estimular o crescimento económico europeu, que passam, inevitavelmente, por um maior esforço de coordenação das políticas económicas, nomeadamente das políticas orçamentais, deixando à política monetária o objectivo de estabilização do nível de preços. Para tal, será talvez necessário transgredir transitoriamente,

e de forma concertada, os critérios de convergência nominal definidos em Maastricht, o que não parece estar nos horizontes imediatos dos responsáveis comunitários.

As grandes orientações de política económica para a Comunidade, adoptadas em Dezembro de 1993, definem novas estratégias para o crescimento económico e criação de empregos, reforçando a necessidade de convergência entre as economias dos estados-membros. Voltando a mencionar os 3% do PIB como um importante valor de referência para os défices orçamentais, recomendam que as medidas de consolidação orçamental devem privilegiar uma redução das despesas correntes, em benefício das despesas de investimento, bem como uma melhoria da eficácia do sistema fiscal.

CONCLUSÃO

Num período em que os países comunitários se preparam para iniciar uma nova e ambiciosa etapa do seu processo de integração económica, com o estabelecimento de uma União Económica e Monetária até ao final do século, torna-se bastante importante analisar antecipadamente as condições e as consequências dessa decisão para todos os estados-membros. O objectivo desta dissertação centrou-se concretamente na análise do impacto da UEM sobre as políticas orçamentais da Comunidade, nomeadamente na sua necessidade como instrumento de estabilização, em termos autónomos ou coordenados, dada a perda de outros instrumentos tradicionais das políticas económicas nacionais.

O primeiro capítulo examinou as externalidades das políticas orçamentais nacionais, num contexto de câmbios fixos, livre circulação de capitais e política monetária centralizada. Numa análise de curto prazo, os efeitos da política orçamental transmitem-se através dos fluxos comerciais e das alterações na taxa de juro comum. Os efeitos de transmissão serão em princípio negativos, devido ao efeito de “crowding-out” que tende a exceder o efeito positivo do aumento das exportações dos outros países (que absorvem parte do aumento da procura interna). Por outro lado, num contexto de longo prazo os efeitos transmitem-se sobretudo através das alterações na taxa de juro real e nos preços relativos. Contudo, nesta situação, os resultados finais dos modelos teóricos são um pouco ambíguos, dependendo do valor a assumir por um determinado conjunto de parâmetros estruturais.

Com efeito, os sucessivos aperfeiçoamentos dos modelos macroeconómicos de análise das externalidades originam resultados cada vez menos conclusivos, à medida que os seus canais de transmissão se vão tornando mais complexos, provocando uma crescente incerteza quanto à dimensão e até mesmo aos sinais dos efeitos das políticas orçamentais. Contudo, as conclusões gerais do modelo mais simples parecem ser suportadas pela evidência empírica e pelas simulações efectuadas com o auxílio de modelos econométricos, que concluem que, apesar da amplitude das externalidades não ser muito significativa, o aumento dos gastos públicos num estado-membro tende a produzir efeitos negativos sobre os outros países.

A existência destas externalidades parece legitimar a necessidade de restringir a autonomia orçamental dos diferentes governos, de acordo com as intenções comunitárias. Contudo, isto não significa necessariamente a imposição de limites quantitativos aos défices e dívidas do sector público, podendo assumir, alternativamente, a forma de uma coordenação discricionária e de uma supervisão multilateral entre todos os estados-membros.

Um outro conjunto completamente diferente de externalidades relaciona-se com os efeitos directos sobre os orçamentos nacionais, provocados pela concorrência entre os níveis de tributação e de oferta de bens públicos, que implicarão necessariamente a perda de autonomia nacional neste domínio. Com a liberalização dos mercados, resultante da concretização do Mercado Único Europeu, e com o desaparecimento do risco cambial intracomunitário, possibilitado pela UEM, a mobilidade dos factores de produção, das empresas e dos produtos ficará cada vez mais sensível às diferenças fiscais entre os estados-membros.

Uma comparação com o que sucede por exemplo nos Estados Unidos, permite retirar duas conclusões principais. Em primeiro lugar, existe uma menor divergência dos níveis de impostos entre os estados norte-americanos do que entre os países europeus, o que parece demonstrar que a união monetária reduzirá efectivamente a independência fiscal nacional. Em segundo lugar, persistem algumas diferenças significativas dentro dos EUA, provando que a concorrência fiscal não provoca, necessariamente, uma uniformização absoluta dos níveis de tributação. Além disso, estas diferenças poderão mesmo permanecer superiores na Europa, sobretudo ao nível dos impostos sobre os rendimentos do trabalho, uma vez que a mobilidade deste factor é menor entre os países europeus, por diversos motivos de natureza cultural e social.

Por outro lado, os critérios de convergência orçamental definidos em Maastricht, ao exigirem em muitos casos a necessidade de um saldo primário equilibrado ou superavitário, fazem com que a tendência futura seja para um nível de despesas públicas directamente comandado pelo nível de receitas tributárias. Isto significa que se existir uma aproximação da tributação entre os estados-membros, isso provocará necessariamente uma convergência simultânea nos níveis relativos de despesas públicas.

Num outro domínio, a UEM afectará também as receitas dos governos comunitários ao retirar-lhes os tradicionais rendimentos nacionais de senhoriagem. Contudo, a perda destas receitas de senhoriagem, em sentido estrito, não se revelará certamente muito significativa, uma vez que será compensada pela distribuição da nova senhoriagem obtida pelo Banco Central Europeu. Nesta questão, o que poderá afectar mais os governos de alguns estados-membros será a descida das taxas de inflação, que permitia reduzir o valor real da dívida pública, e também a perda de alguns privilégios especiais que usufruíam nos mercados financeiros internos (nomeadamente com a obrigatoriedade das instituições financeiras manterem uma parcela importante das suas reservas sob a forma de títulos de dívida pública interna).

No segundo capítulo foi analisada a importância da política orçamental, como único instrumento de estabilização disponível aos governos de cada estado-membro. A perda da taxa de câmbio

nominal, e conseqüentemente da independência das políticas monetárias nacionais, como instrumentos habituais da política económica dos diferentes países, poderá trazer alguns custos e dificuldades de ajustamento aos estados-membros, sobretudo em termos da absorção de potenciais choques económicos assimétricos.

Neste contexto, a política orçamental surge como único instrumento alternativo de estabilização, cuja importância dependerá da capacidade efectiva da UEM em assegurar, entre outros factores, um aumento da flexibilidade dos preços e salários, uma maior mobilidade dos factores de produção e uma ampla diversificação das estruturas produtivas nacionais. Por outro lado, o grau de intervenção orçamental dependerá também das diferenças estruturais entre os países, da divergência nas preferências dos seus governos e, sobretudo, da natureza específica dos choques económicos que os afectem no futuro.

Alguns estudos recentes concluem que os choques económicos são mais assimétricos na Comunidade do que, por exemplo, nos EUA, e que o processo de ajustamento é também mais lento na Europa. Esta diferença tem sido explicada pela maior mobilidade dos factores de produção no interior dos Estados Unidos e pela existência de um mecanismo federal de redistribuição automática de rendimentos, que permitem amortecer uma parcela importante dos efeitos daqueles choques. Se a tendência futura indicar um aumento das assimetrias económicas na Europa, como defende Krugman (1991), contrariando as previsões expressas nos documentos comunitários, as políticas orçamentais nacionais poderão ter de responder de forma distinta às diferenças nos choques, nas estruturas económicas, no comportamento dos agentes privados e nas preferências das autoridades económicas de cada estado-membro.

Numa primeira análise, a solução proposta iria no sentido de se conceder uma ampla autonomia orçamental a cada estado-membro, que manobraría os seus instrumentos orçamentais da forma mais compatível com a especificidade da sua economia (Masson e Melitz (1991)). Contudo, esta autonomia poderá encontrar-se bastante limitada, devido à dificuldade em diferenciar os níveis de tributação e de despesas públicas, à vontade de restringir as externalidades que provoca e, sobretudo, devido aos limites de convergência de Maastricht.

Como alternativa à autonomia, foram sugeridas diferentes formas de coordenação das políticas orçamentais nacionais, com o objectivo de internalizar aqueles efeitos e assegurar uma actuação mais eficiente da política orçamental na Comunidade. Com a coordenação pretendia-se também evitar o risco de um financiamento monetário dos défices, limitar a concorrência fiscal e assegurar o fornecimento de bens públicos, e estabelecer uma “policy-mix” comum para a Comunidade, como meio de atingir objectivos internos e assumir uma posição concertada em relação a terceiros países, conciliando a política monetária única com os doze poderes

orçamentais nacionais.

A opção dos responsáveis comunitários centrou-se numa forma rígida de coordenação, com o estabelecimento de regras obrigatórias a limitar a dimensão dos défices e dívidas, bem como as possibilidades do seu financiamento. Esta opção visou, de acordo com os documentos comunitários, assegurar a disciplina orçamental nos estados-membros, imprescindível para garantir a estabilidade monetária e financeira na Comunidade.

Contudo, outras formas de coordenação alternativas têm vindo a ser aconselhadas. Desde logo, e denunciando o carácter arbitrário e demasiado restritivo das regras, alguns autores (Ploeg (1991), Bureau e Champsaur (1992), por exemplo) sugerem que a coordenação deve traduzir-se por uma utilização discricionária dos instrumentos orçamentais, resultante de um acordo formal e negociado dos procedimentos a assumir em determinadas circunstâncias conjunturais, que exigem a intervenção activa e concertada das políticas orçamentais.

De uma forma ainda menos restritiva, tem sido sugerido que a coordenação se deveria limitar ao intercâmbio de informações, e a uma supervisão multilateral, sobre a evolução de determinadas variáveis macroeconómicas. Esta opção concederia um maior grau de autonomia e flexibilidade às políticas orçamentais de cada estado-membro, libertando-as para a prossecução de objectivos económicos internos, de acordo com a especificidade de cada economia.

Por último, uma alternativa que tem vindo a ser proposta por inúmeros autores (Eichengreen (1990), Sala-i-Martin e Sachs (1992), entre outros), e que assenta num caso extremo de coordenação, é a transferência de um determinado conjunto de funções orçamentais, pelo menos parcialmente, para uma autoridade central comunitária. Esta alternativa é justificada com o exemplo das uniões monetárias existentes, e seria consubstanciada nomeadamente através da criação de um mecanismo “segurador” com funções redistributivas (através de um sistema de impostos e transferências comunitárias), que absorveria automaticamente uma parcela substancial dos choques económicos regionais.

O último capítulo da dissertação debruçou-se mais concretamente sobre os valores de referência orçamentais estabelecidos no Tratado da União Europeia. Esta questão, bastante polémica, tem vindo a ser alvo de uma discussão contínua ao longo de todo o processo de construção da UEM, tentando averiguar a necessidade de sujeitar os estados-membros a uma disciplina orçamental rigorosa, e as formas mais adequadas de incentivar os países a obedecer a essa disciplina.

Com efeito, uma das principais críticas colocadas aos critérios, é que aquela disciplina poderia ser assegurada directamente por um mercado de capitais completamente liberalizado, capaz de

avaliar correctamente os riscos associados aos títulos de dívida dos diferentes governos. O mercado incentivaria assim a disciplina orçamental, ao exigir taxas de juro mais elevadas, ou mesmo recusando os empréstimos, aos países com uma acumulação insustentável de dívida pública. Contudo, os estudos empíricos realizados nesta área não conseguem provar, de forma irrefutável, a eficácia desta disciplina pelo mercado. Assim, resta verificar se as normas aprovadas em Maastricht, de impedimento ao financiamento monetário dos défices e de garantia de não assistência financeira aos estados-membros em dificuldades, conseguem incentivar significativamente uma maior eficácia no funcionamento dos mercados.

Na realidade, não existe uma explicação teórica suficientemente satisfatória para justificar a escolha daqueles valores de referência precisos. Alguns autores argumentam assim que eles apenas podem ser explicados pela existência de um conflito de objectivos políticos entre os diferentes estados-membros. Os critérios teriam sido tacitamente impostos pela Alemanha, visando restringir o número de países participantes na terceira fase da UEM, ou mesmo adiar bastante a sua concretização, possibilitando-lhe continuar na posição de país dominante no processo de decisão das políticas monetárias na Europa.

Contudo, e não questionando a necessidade de alguma disciplina orçamental nos estados-membros, é importante analisar as consequências económicas para os países que se empenhem profundamente em cumprir os valores de referência orçamental. O facto de, actualmente, a maioria dos estados-membros apresentar défices orçamentais bastante superiores aos limites exigidos, aliado ao carácter assimétrico dos valores de convergência, provocará certamente um enviesamento contraccionista na política orçamental comunitária para os próximos anos. Aliado a este problema, está também a obrigatoriedade de satisfazer simultaneamente os critérios da taxa de inflação e da taxa de juro que, necessitando de uma política monetária também restritiva, irá acentuar aquele enviesamento contraccionista.

Esta ideia é reforçada pela perda de capacidade dos governos em promover políticas orçamentais contracíclicas, através dos estabilizadores automáticos ou de políticas discricionárias. Com efeito, a existência de défices orçamentais temporários é defendida tanto por razões keynesianas de estímulo à economia, como por razões neo-clássicas de “tax-smoothing”. Assim, os critérios definidos em Maastricht podem mesmo promover uma política económica pró-cíclica, uma vez que a política orçamental dos estados-membros nos próximos anos será tão mais restritiva quanto menor for a taxa de crescimento da economia, e quanto mais elevadas forem as taxas de juro. Além disso, os problemas poderão prolongar-se bastante, uma vez que os indicadores se irão manter mesmo depois de concretizada a UEM.

Actualmente, apenas um ou dois países conseguem satisfazer plenamente os critérios de

convergência orçamental. Se todos os outros estados-membros prosseguirem simultaneamente políticas orçamentais restritivas, de forma a conseguir satisfazer aqueles critérios, o enorme esforço dispendido pode até revelar-se infrutífero. Com efeito, a diminuição das despesas públicas ou o aumento dos impostos em cada estado-membro, provocará uma diminuição no crescimento económico desse estado, mas também no crescimento dos seus parceiros, dado o enorme grau actual de interdependência económica. Esta diminuição na actividade fará baixar as receitas dos impostos e aumentar as transferências em todos eles, resultando em ganhos nulos ou diminutos, em termos dos rácios do défice e da dívida.

Assim, embora a solvabilidade de longo prazo do sector público exija uma contenção orçamental em alguns países, as exigências de Maastricht são muito mais severas do que as necessárias para assegurar a solvência do Estado. A sua implementação irá requerer um grau excessivo de contenção orçamental, que irá afectar negativamente o nível de actividade económica. Desta forma, alguns autores (Buitter et al. (1992) por exemplo) sugerem que os critérios de convergência orçamental devem ser menosprezados, ou então aplicados de forma muito vaga, de forma a evitar o risco de sérios problemas orçamentais.

A questão da importância e das funções da política orçamental na União Económica e Monetária europeia irá certamente continuar a ser objecto de inúmeras análises e discussões, à medida que novos dados e novos estudos forem sendo apresentados. Esta dissertação pretendeu analisar a função da política orçamental no novo enquadramento de união monetária, examinando nomeadamente as opções que se colocam entre a possibilidade de autonomia e as necessidades de coordenação, no âmbito do conjunto de limitações impostas pelo Tratado da União Europeia.

Estamos plenamente conscientes que muitas questões poderiam ter sido mais aprofundadas e outras ficaram mesmo por abordar. Contudo, esta área de investigação oferece um enorme conjunto de oportunidades de pesquisa que têm vindo, e continuarão certamente, a ser abordadas pela literatura económica. Entre outros factores, será interessante verificar se as normas de financiamento dos défices adoptadas no Tratado conseguirão promover uma efectiva disciplina pelo mercado, tornando desnecessárias as regras de convergência ali estabelecidas. Além disso, e na medida em que a necessidade de uma política orçamental diferenciada em cada estado-membro dependerá sobretudo da natureza dos choques económicos que os afectem, é fundamental averiguar o sentido da evolução futura da configuração da estrutura produtiva dos países, e do padrão de comércio que se irá estabelecer entre os estados-membros. Por outro lado, será também importante verificar as consequências da entrada prevista de novos membros para a Comunidade, nomeadamente em termos dos efeitos sobre o orçamento central, e sobre o nível de convergência das economias.

BIBLIOGRAFIA

- ALESINA, A. e DRAZEN, A. (1991) - “ Why Are Stabilizations Delayed ?”, *American Economic Review*, vol. 81, n.º 5, December, pp. 1170-1187.
- ALESINA, A. e ROUBINI, N. (1992) - "Political Cycles in OECD Economies", *Review of Economic Studies*, n.º 59, pp. 663-688.
- ALESINA , A. e SUMMERS, L. (1993) - “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, n.º 2, May, pp. 151-162.
- ALESINA, A. e TABELLINI, G. (1992) - "Positive and Normative Theories of Public Debt and Inflation in Historical Perspective", *European Economic Review*, vol. 36, n.º 2/3, April, pp. 337-344.
- ALESINA, A., De BROECK, M. e TABELLINI, G. (1992) - “Default Risk on Government Debt in OECD Countries”, *Economic Policy: a European Forum*, October, pp. 427-463.
- ALESINA, A., GRILLI, V. e FERRETTI, G. (1993) - “The Political Economy of Capital Controls”, *Discussion Paper n.º 793*, Centre for Economic Policy Research, London, June.
- ALOGOSKOUFIS, G. (1990) - “On Relative Shocks and Fiscal Policies in a Monetary Union”, *Discussion Paper n.º 423*, Centre for Economic Policy Research, London, June.
- ARGY, V. (1981) - “The Postwar International Money Crisis - An Analysis”, George Allen & Unwin eds., London.
- ARTIS, M. (1992a) - “Fiscal Discipline in the Maastricht Treaty”, *ECU*, n.º 19, 1992/II, pp. 65-66.
- ARTIS, M. (1992b) - "The Maastricht Road to Monetary Union", *Journal of Common Market Studies*, vol. xxx, n.º 3, September, pp. 299-309.
- ARTUS, P. (1994) - “Possibilités de Stabilisation en Union Monétaire ou en Changes Flexibles”, *Revue Economique*, vol 45, n.º 1, Janvier, pp. 67-88.
- AUBYN, M. St. (1992) - "Políticas Orçamentais na UEM Europeia", Universidade Técnica de Lisboa - ISEG, Lisboa.

- BAYOUMI, T. e EICHENGREEN, B. (1992) - "Shocking Aspects of European Monetary Unification", working paper n.º 3949, National Bureau of Economic Research, Cambridge, January.
- BLANCHARD, O. (1984) - "Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity", *European Economic Review*, vol. 25, n.º 1, June, pp. 7-27.
- BLANCHARD, O. (1990) - "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", OCDE Working Papers, Economics and Statistics Department.
- BLEJER, M. e CHEASTY, A. (1991) - "The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues", *Journal of Economic Literature*, vol. XXIX, December, pp. 1644-1678.
- BOFINGER, P. (1990) - "Is Europe an Optimum Currency Area ?", Discussion Paper n.º 915, Centre for Economic Policy Research, London.
- BOVENBERG, A., KREMERS, J. e MASSON, P. (1991) - "Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies", *IMF Staff Papers*, vol. 38, n.º 2, June, pp. 374-398.
- BRANSON, W. (1990) - "Financial Market Integration, Macroeconomic Policy and the EMS", Discussion Paper n.º 385, Centre for Economic Policy Research, London, March.
- BRYSON, J., JENSEN, H. e Van HOOSE, D. (1993) - "Rules, Discretion, and International Monetary and Fiscal Policy Coordination", *Open Economies Review*, vol. 4, n.º 2, pp. 117-132.
- BUITER, W. (1992) - "Should We Worry About the Fiscal Numerology of Maastricht ?", Discussion Paper n.º 668, Centre for Economic Policy Research, London, June.
- BUITER, W. e KLETZER, K. (1992a) - "Fiscal Policy Coordination as Fiscal Federalism: Economic integration, public goods and efficiency in growing economies", *European Economic Review*, vol. 36 n.º 2/3, April, pp. 647-653.
- BUITER, W. e KLETZER, K. (1992b) - "Who's Afraid of the Public Debt", *American Economic Review*, vol. 82, n.º 2, May, pp. 290-294.
- BUITER, W. e KLETZER, K. (1992c) - "The Welfare Economics of Cooperative and Non-cooperative Fiscal Policy", *International Journal of Development Banking*, vol. 10, n.º 2, Bombay, July, pp. 3-21.

- BUI TER, W. e KLETZER, K. (1992d) - "Government Solvency, Ponzi Finance and the Redundancy and Usefulness of Public Debt", Discussion Paper n.º 680, Centre for Economic Policy Research, London, August.
- BUI TER, W. e MARSTON, R. (eds.) (1987)- "International Economic Policy Coordination", Cambridge University Press, Cambridge.
- BUI TER, W., CORSETTI, G. e ROUBINI, N. (1992) - "'Excessive Deficits': Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", Discussion Paper n.º 750, Centre for Economic Policy Research, London, December.
- BURDA, M. e WYPLOSZ, C. (1993) - "Macroeconomics - A European Text", Oxford University Press.
- BUREAU, D. e CHAMPSAUR, P. (1992) - "Fiscal Federalism and European Economic Unification", *The American Economic Review*, vol. 82, n.º 2, May, pp. 88-92.
- CACHEUX, J. Le, MATHIEU, C. e STERDYNI AK, H. (1992) - "Maastricht: les Enjeux de la Monnaie Unique", *Problèmes Economiques*, n.º 2274, Mai, pp. 10-18.
- CASE, A., ROSEN, H. e HINES, J. (1993) - "Budget Spillovers and Fiscal Policy Interdependence: Evidence from the States", *Journal of Public Economics*, n.º 52, pp. 285-307.
- CASELLA, A. e FREY, B. (1992) - "Federalism and Clubs: Towards an Economic Theory of Overlapping Political Jurisdictions", *European Economic Review*, vol. 36, n.º 2/3, April, pp. 639-646.
- COHEN, D. (1989) - "Monetary and Fiscal Policy in an Open Economy With or Without Policy Coordination", *European Economic Review*, n.º 33, pp. 303-309.
- COHEN, D. e WYPLOSZ, C. (1989) - "The European Monetary Union: an Agnostic Evaluation", Discussion Paper n.º 306, Centre for Economic Policy Research, London, April.
- COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL (1993) - "As Reservas Obrigatórias no Contexto do Mercado Interno", *Revista da Banca*, n.º 25, Janeiro/Março, pp. 129-152.
- COMITÉ PARA O ESTUDO DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA (1989) - "Relatório sobre a União Económica e Monetária na Comunidade Europeia", *Revista da Banca*, n.º 10, Abril/Junho, pp. 131-169.

- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1990a) - "Marché Unique, Monnaie Unique", *Economie Européenne* n.º 44, Octobre.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1990b) - "La Communauté Européenne dans les années 90: vers l'union économique et monétaire", *Economie Européenne* n.º 46, Decembre.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1994a) - "Les Grandes Orientations des Politiques Économiques et Rapport sur la Convergence", *Economie Européenne* n.º 55.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1994b) - *Economie Européenne* n.º 1.
- CORSETTI, G e ROUBINI, N. (1992) - "Tax Smoothing Discretion Versus Balanced Budget Rules in the Presence of Politically Motivated Fiscal Deficits: The Design of Optimal Fiscal Rules for Europe After 1992", Discussion Paper n.º 682, Centre for Economic Policy Research, August.
- CUNHA, L. e MACHADO, J. (1991) - "Aritmética da Dívida Pública: Portugal e a UEM", *Economia*, vol. XV, n.º 2, Maio, pp. 171-207.
- De GRAUWE, P. (1993a) - "The Political Economy of Monetary Union in Europe", Discussion Paper n.º 842, Centre for Economic Policy Research, London, September.
- De GRAWE, P. (1993b) - "The Economics of Monetary Integration", Oxford University Press, Oxford.
- De GRAUWE, P. e VANHAVERBEKE, W. (1991) - "Is Europe an Optimum Currency Area ? Evidence from Regional Data", Discussion Paper n.º 555, Centre for Economic Policy Research, London, May.
- DEVEREUX, M. e MANSOORIAN, A. (1992) - "International Fiscal Policy Coordination and Economic Growth", *International Economic Review*, vol. 33, n.º 2, May, pp. 249-268.
- DORNBUSH, R. (1988) - "The EMS, the Dollar and the Yen", in F. Giavazzi, S. Micossi e M. Miller, eds., - *The European Monetary System*, Centre for Economic Policy Research, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 23-41.
- DRÈZE, J. e WYPLOSZ, C. (1988) - "Autonomy Through Cooperation", *European Economic Review*, n.º 32, pp. 353-362.

- DUPUY, M. (1993) - "Essai de Vérification de la Théorie du Seignuriage Optimal pour les Pays de la CEE", *Revue d'Economie Politique*, n.º 103 (1), pp. 107-130.
- EICHENGREEN, B. (1990a) - "One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union", *Economic Policy*, vol. 5, April, pp. 118-187.
- EICHENGREEN, B. (1990b) - "Costs and Benefits of European Monetary Unification", Discussion Paper n.º 453, Centre for Economic Policy Research, London, September.
- EICHENGREEN, B. (1990c) - "Is Europe an Optimum Currency Area ?", Discussion Paper n.º 478, Centre for Economic Policy Research, London, November.
- EICHENGREEN, B. (1993) - "European Monetary Unification", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXI, September, pp. 1321-1357.
- EL-AGRAA, A. (1990) - "Economics of the European Community", editado por El-Agraa, Phillip Allan, 3.ª ed.
- EMERSON, M. (1991) - "Aspects of the Economics of EMU", *European Economic Review*, vol. 35, pp. 467-473.
- Equipe MIMOSA (1993) - "Quelles Politiques de Croissance en Europe ?", *Économie Internationale - La Revue du CEPPII*, n.º 54, pp. 3-36.
- FISHER, S. (1987) - "International Macroeconomic Policy Coordination", in M. Feldstein (ed.), "International Economic Cooperation", The University of Chicago Press, pp. 11-41.
- FITOUSSI, J., ATKINSON, A., BLANCHARD, O., FLEMMING, J., MALINVAUD, E., PHELPS, E. e SOLOW, R. (1993) - "Competitive Disinflation - The mark and budgetary politics in Europe", Oxford University Press, Oxford.
- FRANKEL, J. e ROCKETT, K. (1988) - "International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model", *The American Economic Review*, vol. 78, n.º 3, June, pp. 318-340.
- FRENKEL, J. e GOLDSTEIN, M. (1991) - "Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union", *IMF Staff Papers*, vol. 38, n.º 2, June, pp. 356-373.
- FRENKEL, J. e RAZIN, A. (1986) - "Fiscal Expenditures and International Economic Interdependence", in: Buiter e Marston (eds.) - *International Economic Policy*

Coordination, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 37-83.

FRENKEL, J. e RAZIN, A. (1987) - *Fiscal Policies and the World Economy - An intertemporal approach*", The MIT Press, Cambridge.

FRENKEL, J. e RAZIN, A. (1989) - "Exchange-Rate Management Viewed as Tax Policies", *European Economic Review*, n.º 33, pp. 761-781.

GASPAR, V. (1992) - "Regras Orçamentais no Âmbito da União Monetária Europeia", mimeo, Seminário de Macroeconomia, Banco de Portugal, Novembro.

GIAVAZZI, F. e GIOVANNINI, A. (1989) - "Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System", MIT Press, Cambridge.

GLICK, R. e HUTCHISON, M. (1993) - "Fiscal Policy in Monetary Unions: Implications for Europe", *Open Economies Review*, vol. 4, n.º 1, pp. 39-65.

GOLDSTEIN, M. e WOGLOM, G. (1992) - "Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the US Municipal Bond Market", in M. Canzoneri, V. Grilli e P. Masson (eds.), "Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US", Cambridge University Press, Cambridge, pp. 228-260.

GOSH, A. (1992) - "Fiscal Policy, the Terms of Trade, and the External Balance", *Journal of International Economics*, vol. 33, n.º 1/2, August, pp. 105-125.

GRAVEL, F. (1991) - "Changes Fixes, Changes Flexibles et Solvabilité de l'Etat", *Annales d'Economie et de Statistique*, n.º 24, Octobre/Decembre, pp. 181-188.

GRILLI, V., MASCIANDARO, D. e TABELLINI, G. (1991) - "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy: a European Forum*, vol. 6, n.º 2, October, pp.342-391.

GROS, D. (1993) - "Seigniorage and EMU - The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration", *European Journal of Political Economy*, n.º 9, pp. 581-601.

GROS, D. e THYGESEN, N. (1992) - "European Monetary Integration - From the European Monetary System to European Monetary Union", Longman Group UK Limited.

GROSS, D. e KROPYWIANSKY, L. (1993) - "Structural Budget Deficits and Convergence to the Maastricht Fiscal Criteria in Portugal", mimeo, Banco de Portugal.

GUPTA, K. e MOAZZAMI, B. (1991) - "Dynamic Specification and the Long-Run Effect of Budget Deficits on Interest Rates", *Public Finance*, vol. xxxvii, n.º 2, pp. 208-221.

- INMAN, R. e RUBINFELD, D. (1992) - "Fiscal Federalism in Europe: Lessons from the United States Experience", *European Economic Review*, vol. 36, n.º 2/3, April, pp.654-660.
- JAILLET, P. e PATAT, J. (1992) - "L'Union Monétaire Européenne et la Politique Budgétaire", *De Pecunia*, vol. IV, n.º 2, pp. 57-71.
- JONDEAU, E. (1992) - "La Soutenabilité de la Politique Budgétaire", *Economie et Prevision*, n.º 104, pp. 1-17.
- JUDGE, G., GRIFFITHS, W., HILL, R., LUTKEPOHL, H. e LEE, T. (1985) - "The Theory and Practice of Econometrics", John Wiley & Sons, 2.^a ed., New York.
- KRUGMAN, P. (1991) - "Geography and Trade", MIT Press, Cambridge.
- KRUGMAN, P. (1992) - "Integration, Specialization and Regional Growth: Notes on 1992, EMU and Stabilization", Conference on transition to Economic and Monetary Union in Europe: perspectives and challenges for the catching-up countries, Banco de Portugal, Janeiro.
- KOCK, G. De e GRILLI, V. (1993) - "Fiscal Policies and the Choice of Exchange Rate Regime", *The Economic Journal*, vol. 103, n.º 417, March, pp. 347-358.
- LAMFALUSSY, A. (1989) - "Macro-Coordination of Fiscal Policies in an Economic and Monetary Union in Europe", in Collection of papers submitted to the committee for the study of EMU in Europe", Office for official publications of the European Communities, Luxemburgo.
- LANE, T. (1993) - "Market Discipline", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n.º 1, International Monetary Fund, March, pp. 53-88.
- LEIRÃO, A. (1992) - "Interdependência e Coordenação de Políticas Económicas", Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa, Julho.
- LOUE, J. e JONDEAU, E. (1992) - "La Gestion Optimale des Finances Publiques en Presence de Coûts d'Ajustement", *Economie et Prevision*, n.º 104, pp. 19-38.
- MacDONALD, R. (1988) - *Floating Exchange Rates - Theories and Evidence*, Unwin Hyman, London, pp. 265-280.
- MAGGIULLI, C. (1993) - "Convergence et Union Monétaire Européenne", *Revue du Marché commun et de l'Union européenne*, n.º 370, Juillet-Août, pp. 620-627.

- MASSON, P. e MELITZ, J. (1991) - "Fiscal Policy Independence in a European Monetary Union", *Open Economies Review*, n.° 2, pp. 113-136.
- MASSON, P. e TAYLOR, M. (1993) - "Fiscal Policy Within Common Currency Areas", *Journal of Common Market Studies*, vol 31, n.°1, March.
- McKINNON, R. (1963) - "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-725.
- MOLLE, W. e VAN MOURIK, A. (1988) - "International Movements of Labour under Conditions of Economic Integration: The Case of Western Europe", *Journal of Common Market Studies*, vol. XXVI, n.° 3, March, pp. 317-339.
- MUNDELL, R. (1961) - "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, pp. 657-665.
- NEVEN, D. (1990) - "Gains and Losses from 1992", *Economic Policy* n.° 10, April, pp. 13 - 62.
- PELISSIER, D. (1993) - "Les Critères de Convergence dans l'Union Économique et Monétaire: Fondements Théoriques et Difficultés Pratiques", *Problèmes Économiques*, n.° 2329, Juin, pp. 5-10.
- PERSSON, T. e TABELLINI, G. (1992a) - "The Politics of 1992: Fiscal Policy and European Integration", *Review of Economic Studies*, n.° 59, pp. 689-701.
- PERSSON, T. e TABELLINI, G. (1992b) - "Federal Fiscal Constitutions. Part I: Risk Sharing and Moral Hazard", *Discussion Paper n.° 728*, Centre for Economic Policy Research, London, October.
- PLOEG, F. van der (1988) - "International Policy Coordination in Interdependent Monetary Economies", *Journal of International Economics*, n.° 25, North-Holland, pp. 1-23.
- PLOEG, F. van der (1991) - "Macroeconomic Policy Coordination Issues During the Various Fases of Economic and Monetary Integration in Europe", in: "The Economics of EMU - Background Studies for European Economy no 44 - One Market, One Money", Commission des Communautés Européenes, *Economie Européenne*, Special Edition n.° 1, Bruxelles, pp. 136-164.
- PORTES, R. (1989) - "Macroeconomic Policy Coordination and the European Monetary System", *Discussion Paper n.° 342*, Centre for Economic Policy Research, London, September.

- ROGOFF, K. (1990) - "Equilibrium Political Budget Cycles", *American Economic Review*, vol. 80, n.º 1, March, pp. 21-36.
- ROUBINI, N. e SACHS, J. (1989) - "Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Economies", *European Economic Review*, n.º 33, pp. 903-938.
- SALA-I-MARTIN, X. e SACHS, J. (1992) - "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States", Discussion Paper n.º 632, Centre for Economic Policy Research, London.
- SANTOS, J. (1992) - "Budget Deficits and Inflation: Portugal and the Other EC High Debt Countries", *Estudos de Economia*, vol. xii, n.º 3, Abr-Jun, pp. 245-253.
- SPAHN, P. (1993) - "The Community Budget for an Economic and Monetary Union", The MacMillan Press, London.
- STEVENSON, A., MUSCATELLI, V. e GREGORY, M. (1988) - "Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy", Philip Allan, Oxford, pp. 334-373.
- TAVLAS, G. (1994) - "The Theory of Monetary Integration", *Open Economies Review*, vol. 5, n.º 2, pp. 211-230.
- TSOUKALIS, L. (1993) - "The New European Economy - The politics and economics of integration", Oxford University Press, 2.ª ed., Oxford.
- TURNOVSKY, S. (1981) - "Macroeconomic Analysis and Stabilization Policy", Cambridge University Press.
- VAN ROMPUY, P., ABRAHAM, F. e HEREMANS, D. (1991) - "Economic Federalism and the EMU", Commission of the European Communities, *European Economy*, Special edition n.º 1, pp. 109-135.
- VARIAN, H. (1993) - "Intermediate Microeconomics - A Modern Approach", W. W. Norton & Company, New York, 3.ª ed.
- WILCOX, D. (1989) - "The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present-Value Constraint", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 21, n.º 3, August, pp. 291-306.
- WYPLOSZ, C. (1990) - "Les Implications Budgétaires de l'Union Monétaire", *Observations et diagnostics économiques*, Octobre.
- WYPLOSZ, C. (1991) - "Monetary Union and Fiscal Policy Discipline", Discussion

Paper n.º 488, Centre for Economic Policy Research, London.

ZANGL, P. (1993) - "The Financing of the Community after the Edinburg European Council",
Intereconomics, May/June, pp. 111-117.

ANEXOS

Quadro I: Dívida Pública Bruta (em percentagem do PIB).

	Ale	Bél	Din	Esp	Fra	Gré	Hol	Irl	Itá	Lux	Por	RU	CE
1970	18,4	68,5	14,8	15,3	27,6	21,3	52,2	62,1	44,8	28,1	-	80,0	-
1971	18,4	66,6	12,8	15,8	26,5	21,9	49,8	61,5	50,5	28,2	-	81,8	-
1972	18,8	66,4	11,2	14,4	24,0	23,2	46,7	57,8	56,5	25,1	-	72,0	-
1973	18,6	64,2	8,8	12,6	22,4	19,5	43,4	54,7	58,0	20,4	17,6	66,2	-
1974	19,6	59,8	6,0	12,1	21,9	25,6	41,4	59,7	55,6	16,6	17,3	61,7	-
1975	25,1	60,5	6,8	12,5	24,1	22,4	41,4	65,9	63,8	18,1	25,5	61,1	-
1976	29,1	60,0	11,2	13,1	22,9	22,1	40,2	70,7	58,6	16,4	31,4	58,4	-
1977	28,5	63,9	15,5	14,2	22,7	22,4	39,7	67,5	57,8	16,6	33,2	64,3	-
1978	30,0	68,0	23,6	14,0	23,2	29,4	40,9	69,6	62,4	15,4	36,3	57,1	-
1979	30,8	71,4	29,0	16,1	24,2	29,0	42,7	75,2	61,6	14,2	41,0	55,1	-
1980	32,7	76,9	39,3	17,9	24,6	28,8	45,9	76,8	59,0	13,8	37,1	54,1	-
1981	36,3	89,4	52	23,2	23,9	34,2	50,3	81,7	61,1	14,4	46,6	53,3	-
1982	39,3	97,5	64,5	28,7	27,9	36,1	55,6	87,2	66,4	14,5	50,1	58,1	-
1983	40,9	107,4	74,3	35,1	29,5	41,2	62,0	97,3	72,0	14,8	56,0	57,7	-
1984	41,6	112,6	79,8	39,9	43,8	53,2	66,1	104,8	75,1	15,0	62,4	60,3	56,1
1985	42,3	119,8	76,8	45,2	45,5	62,6	69,7	108,5	82,0	14,0	70,9	58,9	58,5
1986	41,6	123,9	69,0	46,2	31,4	65,0	73,5	114,9	86,3	14,0	69,5	58,0	56,1
1987	42,6	131,0	65,8	46,6	33,6	72,5	76,1	116,0	90,5	12,5	72,9	55,8	57,7
1988	43,1	131,9	66,8	42,9	33,7	80,2	79,2	112,0	92,6	10,1	75,2	49,5	57,2
1989	41,8	127,9	66,4	44,4	34,4	85,9	79,2	102,7	95,6	8,3	72,1	43,1	56,5
1990	43,5	128,3	66,4	44,5	35,4	95,3	78,8	96,1	97,8	7,0	68,4	39,6	57,2
1991	44,6	129,5	71,7	45,5	35,5	100,9	79,0	95,9	101,4	6,2	67,4	41,0	58,8
1992	44,4	131,9	73,4	48,8	39,2	106,7	79,7	91,6	108,0	7,3	63,5	47,3	61,8
1993	47,6	138,4	78,5	55,6	44,9	113,6	83,1	92,9	115,8	10,0	69,5	53,2	66,1
1994	49,8	140,4	81,3	60,7	50,1	120,1	84,6	89,8	119,8	12,2	74,7	57,6	69,7

Fonte: Para os anos [1970-1985], Buitter et al. (1992) e para os anos [1986-1994], Commission des Communautés Européennes (1994a). Os dados para 1992-94 baseiam-se na informação disponível em 16/12/1993.