



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM GESTÃO/MBA/FINANÇAS

TEORIAS DE INTEGRAÇÃO MONETÁRIA

- Aplicação à União Europeia

Paulo Alexandre Chaves Coimbra

Orientação: Mestre João Cantiga Esteves

Outubro/1996

Júri:

Presidente - Prof. Doutor Mário Patinha Antão

Vogais - Prof. Doutor João Alberto Sousa Andrade

- Mestre João Cantiga Esteves



ÍNDICE

Apresentação	3
Parte 1 - Da integração monetária	5
1.1 - Noção de integração monetária	5
1.2 - Argumentos gerais favoráveis a uma integração monetária	7
Parte 2 - Teorias tradicionais de Integração Monetária	10
2.1 - Teoria da área monetária óptima: Mundell precursor	10
2.1.1 - Abordagem de Fleming - Corden	12
2.1.1.1 - Equilíbrio e escolha política de prioridades: inflação, desemprego ou salários reais	14
2.1.1.2 - Da integração cambial à integração total	24
2.1.1.2.1 - Integração do mercado de capitais	25
2.1.1.2.2 - Papel da política financeira	26
2.1.2 - A visão Monetarista	28
2.2 - O caso Europeu	34
Parte 3 - Integração Monetária, o modelo de Barro - Gordon aplicado à União Europeia	41
3.1- Convergência da inflação	41
3.2 - Convergência orçamental	50
3.3 - Viabilidade da convergência nominal	61
Parte 4 - Conclusão	63
Comentário Final	63
Referências Bibliográficas	67

Apresentação

A União Económica e Monetária (UEM) deixou de ser uma miragem para se constituir como o cenário mais provável em que nos moveremos a curto ou médio prazo. Influencia, decisivamente, o nosso quotidiano e continuará progressivamente a fazê-lo. Neste sentido, importa que as questões da integração monetária sejam mais e melhor conhecidas. Esta dissertação procura contribuir, embora modestamente, para este propósito.

Para se julgar se a UEM da Europa é necessária, possível e desejável, convém discutir o conceito e a sua justificação, analisar as principais teorias que enquadram o fenómeno e avaliar o que está em causa, de um modo geral, e no caso Europeu, em particular.

Esta é a estrutura da dissertação. Na Parte 1, apresenta-se uma noção de integração monetária e sublinha-se o facto de o denominado *Relatório Delors* assumir as condições teoricamente necessárias à concretização de uma integração monetária. Continua-se apontando as vantagens de um processo económico desta natureza, que terão, provavelmente, orientado a decisão política.

As Partes 2 e 3 reflectem duas posições teóricas de abordagem a problemática de integração monetária, não contraditórias entre si. Na Parte 2, apresento e debato, o que me parecem ser os principais aspectos das denominadas teorias tradicionais de integração monetária: salienta-se o trabalho precursor de R. Mundell, e na sua senda, a importância da abordagem de Fleming - Corden. Não poderia deixar de referir o contributo do pensamento Monetarista e a razão

da sua importância. Concluo a Parte 2 com uma aplicação desta visão tradicional da integração monetária à actual situação Europeia. Na Parte 3, utiliza-se o modelo de Barro - Gordon, comum à generalidade das comumente designadas *novas* interpretações do fenómeno da integração monetária, explicitando as conclusões que, no meu entender, devem ser retiradas do actual processo de convergência nominal em que a União Europeia se encontra envolvida.

Na Parte 4 não fiz mais que retirar conclusões das análises que efectuei anteriormente, apoiado nos modelos mencionados.

Para finalizar gostaria de circunscrever responsabilidades e prestar agradecimentos. Foi sempre minha intenção não produzir afirmações subjectivas, afirmações não apoiadas por modelos ou estudos; no entanto todas as afirmações que produzi, obviamente, apenas me responsabilizam a mim próprio e não reflectem, necessariamente, o ponto de vista do Prof. Cantiga Esteves, prestável orientador deste trabalho, a quem, aproveito para agradecer a grande disponibilidade e apoio que prestou sempre que solicitei.

Agradeço também à Ana Raquel, pelo auxílio precioso nos momentos decisivos, aos meus pais, pelo apoio incondicional, à Assirio & Alvim, pela compreensão.

Parte I

Da integração monetária

1.1 - Noção de integração monetária

O denominado Relatório Delors - *Relatório sobre a União Económica e Monetária na Comunidade Europeia*, da autoria do Comité para o Estudo da União Económica e Monetária, de 1989 - afirma no seu parágrafo 16 que " A União Económica e Monetária na Europa implicará a liberdade total de circulação para as pessoas, as mercadorias, os serviços, e o capital, bem como taxas de câmbio fixadas de forma definitiva entre as diferentes moedas nacionais e, finalmente, uma moeda única. " O relatório citado assume, de forma clara, as duas condições que Robson¹ aponta como suficientes à concretização de uma integração monetária, a saber:

" 1ª - uma união cambial, que exige que as taxas de câmbio na área mantenham entre si uma relação permanentemente fixa;

2ª - convertibilidade, no sentido de uma permanente ausência de controlo cambial dentro da área, tanto no que diz respeito às transacções correntes como de capital."

É pois de concluir que, em rigor, a adopção de uma moeda única, tal como é preconizada pelo Relatório Delors, não é estritamente necessária, mas é-o tão

¹Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra, p. 98.

só a fixação definitiva das taxas de câmbio²; no entanto a adoção de uma moeda única proporcionará vantagens que a seguir analisaremos.

A integração monetária, resultante do acatamento das duas condições acima expostas, exige a unificação e administração conjunta tanto das políticas monetárias como da política cambial externa da união. Isto acarreta algumas consequências e fornece-nos uma noção de integração monetária. Em primeiro lugar, no campo monetário, a taxa de crescimento da oferta de moeda deve ser decidida em conjunto³ e deste modo sempre que um Estado membro ultrapassar a taxa de crescimento de crédito acordado, previamente concedido ao seu Banco Central, esse Estado membro terá de financiar qualquer eventual déficit orçamental no mercado de capitais da união à taxa de juro corrente. Deste modo uma política monetária comum eliminará uma das razões fulcrais para níveis diferentes de preços dentro da união e, assim, uma das principais razões para a existência de desequilíbrios nos pagamentos entre os Estados da união.

Em segundo lugar, ao nível da balança de pagamentos, deverá existir um controle conjunto dos países integradores da união, o que implicará a manutenção de um fundo comum de reservas cambiais, a definição conjunta da taxa de câmbio da união com as restantes moedas, o que poderá provocar dificuldades a

²Pinto, A. Mendonça, (1995), *União Monetária Europeia*, Univ. Católica Editora, Lisboa, 1ª Edição, pp. 21.

³Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra, pp. 98.

um Estado membro em determinar a situação da sua balança de pagamentos com os seus parceiros e o resto do mundo⁴.

Pode, pois, concluir-se que a integração monetária envolve uma limitação às autonomias nacionais das políticas económicas, visto que provoca a perda do instrumento da política monetária, em princípio importante, requerendo por isso reflexão acerca da existência de outras possibilidades de ajustamento.

1.2 - Argumentos gerais favoráveis a uma integração monetária.

Muitas posições têm sido assumidas a propósito desta questão. Contudo a visão de Scitovski (1958)⁵, contudo, refere os aspectos essenciais. Afirma este autor, efectuando uma análise simplificadora mas que fornece contributos importantes, que para se obterem efeitos benéficos sobre a produção, num mercado comum ou união aduaneira, têm de modificar-se a natureza, a escala e a distribuição geográfica da indústria. No entanto, argumenta, nas economias de mercado aquelas alterações resultarão fundamentalmente da influência exercida pela própria existência do mercado comum ou união aduaneira sobre as decisões de investimento das empresas privadas. Uma vez que pelo seu próprio carácter as decisões de investimento são de longo prazo, aquela influência não se fará sentir integralmente, a menos que os empresários acreditem que o mercado livre é uma realidade estrutural, que as relações económicas no seio da união não sofrerão

⁴Idem, pp. 99.

restrições comerciais ou oscilações de taxas de câmbio que possam ter o mesmo efeito que as pautas aduaneiras. A necessidade de cumprir estes requisitos conduz-nos à necessidade de uma moeda comum. É o argumento básico a favor da integração monetária sustentado pela necessidade de segurança nas taxas de câmbio.

Scitovsky enuncia ainda mais quatro argumentos a favor da integração monetária. O segundo argumento sugere uma criação adicional de comércio resultante da diminuição da incorrecta afectação de recursos em que pode incorrer-se se, por influência de movimentos especulativos de capital, se distorcerem taxas de câmbio artificialmente, e por esta via for distorcido o preço de obtenção de capital na união. Neste sentido, argumenta que a integração económica pode proporcionar benefícios na afectação de recursos obtidos pelo aumento do comércio de títulos no interior do espaço integrado como resultado da tendência para a aproximação, nos vários Estados, dos níveis de retribuição das diferentes formas de capital. É um benefício resultante de um acréscimo de comércio.

O autor refere ainda uma terceira fonte de benefícios, resultado da economia em reservas de disponibilidades sobre o exterior, que pode concretizar-se quando é adoptada uma moeda comum e se cria um fundo comum de divisas. Duas razões sustentam esta redução de divisas:

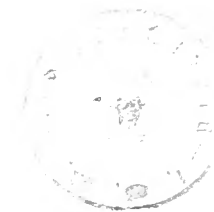
⁵Scitovsky, T. (1958), *Economic Theory and Western European Integration*, Allen & Unwin, Edição de 1962, Londres.

- não serão necessárias reservas de moeda estrangeira para financiar o comércio dentro da união e,

- desde que a integração monetária não provoque por si mesmo um aumento de flutuações das taxas de câmbio com o espaço económico exterior e, visto que nem todos os Estados membros terão, simultaneamente, as balanças de pagamentos deficitárias, um fundo de reservas de disponibilidade sobre o exterior comum resultará numa economia.

Um quarto argumento está relacionado com a diminuição dos custos de transacção. Provavelmente a integração monetária tornará possível uma distribuição mais alargada dos custos gerais das transacções financeiras e, paralelamente, poder-se-ão dispensar partes, quiçá significativas, das actividades das instituições que lidam com moeda estrangeira, gerando assim poupanças de recursos.

Um último argumento sustenta que diminuiriam os custos de ajustamento dos pagamentos do comércio no seio do mercado comum com a integração monetária, e por essa via se assistiria a uma criação de comércio, como consequência da maior eficácia do controlo monetário que, em princípio, acompanharia a eliminação da especulação cambial entre os membros da união.



Parte 2

Teorias tradicionais de integração monetária

2.1 - Teoria da área monetária óptima; Mundell precursor

Analisaremos, seguidamente, a perspectiva que iniciou a teorização da integração monetária e que contemporaneamente continua a condicionar o debate - a posição de Mundell⁶ e as duas vias de análise que partem do seu corpo de ideias. Mundell define zona monetária óptima como área económica onde a mobilidade dos factores de produção é perfeita, particularmente do factor trabalho. O autor parte do princípio que preços e salários são rígidos à baixa e daí a importância que atribui à mobilidade do trabalho⁷ como factor de ajustamento. Numa situação em que um desvio da procura de produtos de uma hipotética região A para produtos de uma hipotética região B provocasse desemprego na região A (considera-se a existência de um choque externo sobre a procura de um produto provocado pela concorrência de preços ou pela mudança dos gostos dos consumidores, ou choque exógeno que afecte a oferta de factores de produção) o ajustamento só poderia ser conseguido, ou pela deslocação de trabalhadores de A para B, dada a impossibilidade de ajustar salários e por essa via preços (sustenta-se o princípio de que preços e salários são rígidos à baixa), ou pela

⁶ Mundell, R. (1961) *The Theory of optimum currency areas*", American Economic Review, Vol. 51 - September.

⁷Mundell, R. e Swoboda, A.K. (1972), *Problemas Monetarios de la Economia Internacional*, Centro de Estudios Monetarios LatinoAmericanos, México.

desvalorização cambial, que não é possível por definição, numa zona de integração monetária. O Prof. A. M. Pinto⁸ fornece um exemplo ilustrativo: duas regiões A e B produziam e comercializavam entre si um mesmo produto ao mesmo preço, embora os salários e produtividade de A representassem apenas metade dos de B. Supondo que por um efeito de contágio se verifica uma igualização dos salários nas duas regiões, provocando um choque externo na oferta em A (subida no preço do factor trabalho), os salários (por hipótese único custo do produto) e o preço do produto subiriam para o dobro, impossibilitando assim as vendas de A para B. Com este cenário, as hipóteses de restabelecer o equilíbrio seriam aumentar a produtividade em A também para o dobro, reduzir os salários em A para metade, (sem considerar as hipóteses de reduzir a produtividade ou aumentar os salários para o dobro em B), ou então desvalorizar em 50% a taxa de câmbio de A relativamente a B, hipótese excluída, por definição, numa zona de integração monetária. Pode concluir-se, então, que qualquer subida de salários não sustentada pelo aumento correspondente da produtividade provocará uma diminuição da produção e um aumento do desemprego. Podemos, também, concluir que a integração monetária, com a conseqüente impossibilidade de ajustamento cambial, obriga à existência de outras possibilidades de ajustamento, nomeadamente flexibilidade dos preços e salários ou mobilidade da mão-de-obra e nesta linha de pensamento intuir que

⁸Pinto, A. Mendonça, (1995), *União Monetária Europeia*, Univ. Católica Editora, Lisboa, 1ª Edição, pp. 23.

os custos da integração monetária serão tanto maiores quanto menor for a mobilidade dos factores de produção, nomeadamente do trabalho, e maior for a rigidez dos preços e dos salários.

No entanto, duas correntes económicas opõem-se à utilização exclusiva do critério da mobilidade da mão-de-obra como condicionante da existência de uma zona monetária óptima. Uma dessas correntes (desenvolvida no ponto 2.1.1) consolida a sua oposição ainda no quadro da teoria tradicional, acentuando o seu enfoque micro económico: afirma que a utilização exclusiva do critério mobilidade da mão-de-obra é limitativa e conduz à percepção de zonas monetárias óptimas de dimensão demasiado reduzida, visto que a mobilidade do factor trabalho é geralmente fraca. A outra grande corrente (desenvolvida na Parte 3) marca a ruptura com a teoria tradicional e enfatiza, basicamente, dois aspectos: a credibilidade que um país pode adquirir, ou não, aderindo a um espaço económico monetariamente integrado, e o modo como essa adesão pode afectar o seu bem estar⁹.

2.1.1 - Abordagem de Fleming -Corden

A inflação pode coexistir com o desemprego e pode existir uma ligação directa entre a taxa de emprego, o equilíbrio externo e a taxa de câmbio, através

⁹De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 128.

da inflação. Esta é a perspectiva de Fleming¹⁰ e Corden¹¹ na análise da problemática da integração monetária. O cerne desta análise assenta nas teorias de Phillips sobre a relação entre emprego e inflação. Os autores pressupõem que existe uma relação inversa entre as taxas de variação dos salários monetários e o nível de desemprego. Deste modo, a baixos níveis de desemprego correspondem altas taxas de variação dos salários nominais e, inversamente, a altos níveis de desemprego, baixas taxas de variação dos salários monetários. Parte-se do postulado, geralmente aceite, que o comportamento dos preços num mercado em desequilíbrio tende a assumir o seguinte padrão: a taxa de variação dos preços evolui proporcionalmente ao excesso da procura. Os autores assumem que, apesar das suas especificidades, o mercado de trabalho evidencia desempenhos semelhantes. Assim, o seu comportamento pode expressar-se pela seguinte fórmula:

$$\dot{w} = \alpha \frac{(d - s)}{s}$$

em que d e s são respectivamente a procura e a oferta de trabalho, \dot{w} é a taxa de variação dos salários monetários e $\alpha (> 0)$ é o parâmetro de ajustamento. Não dispomos de dados sobre o excesso de procura de trabalho usando-se, por isso, a taxa de desemprego. Considerando a procura de trabalho como a soma do emprego e das ofertas de emprego, e a oferta de trabalho a soma do emprego e o

¹⁰Fleming, M. (1971), *On exchange rate unification*, Economic Journal, Vol. 81, pp. 467-488.

¹¹Corden, W.M.(1972), *Monetary Inegration*, in *Essays in Internacional Finance*, nº 93, Princeton University.

desemprego, a inclinação negativa da curva de Phillips¹² resulta da relação inversa entre procura de trabalho e desemprego e portanto de \dot{w} , ou seja excessos de procura de trabalho provocarão descidas no desemprego, mas incrementarão a taxa de variação dos salários nominais e assim a inflação. Phillips considerou, no entanto, que esta relação não é linear, postulando, o que é razoável, que os salários tendem a subir mais rapidamente em face de um excesso de procura de trabalho do que a descer face ao excesso de oferta. Assim, aumentos sucessivos no excesso de procura de trabalho têm um efeito decrescente na redução do desemprego.

2.1.1.1 - Equilíbrio e escolha política de prioridades: inflação, desemprego ou salários reais.

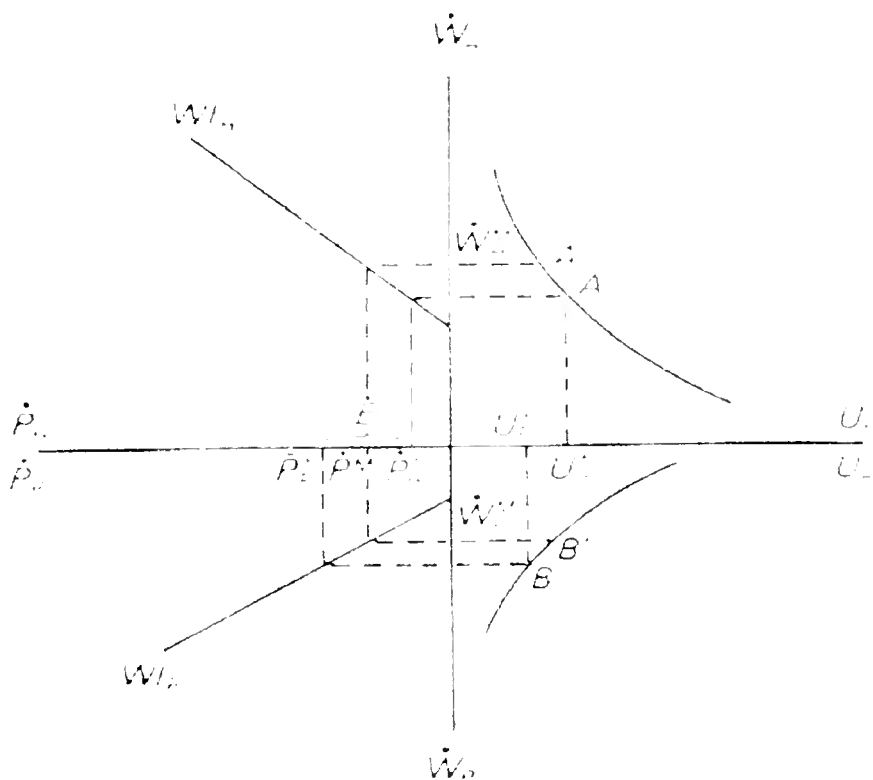
Esta abordagem assume que cada país possui uma determinada taxa de produtividade do trabalho; esta, por sua vez, depende, principalmente, da taxa de acumulação do capital, do progresso tecnológico e de outros factores, por agora, não considerados. Daqui resulta que a cada variação na taxa dos salários monetários corresponde uma determinada taxa de variação dos preços internos (\dot{P}). A análise não toma em consideração o impacto da variação nos preços externos na taxa de inflação interna.

¹²Samuelson, P. A. e Nordhaus, W. D. (1989), *Economia*, McGraw-Hill de Portugal, 12ª Edição, Madrid, pp. 299.

A questão que se coloca para esta abordagem é a de como conseguir um equilíbrio estável entre inflação e desemprego, que seja também consistente com o equilíbrio externo. Esta questão do equilíbrio externo leva-nos a uma outra: existe uma combinação, maximizadora do bem estar, entre taxa de desemprego e taxa de variação dos salários monetários. No entanto, as autoridades de cada país podem optar por combinações diferenciadas nas taxas de variação dos salários e do desemprego. A combinação escolhida pode denominar-se ponto de equilíbrio interno. As taxas de câmbio entre dois países não necessitam de variar, se os países membros de uma união monetária evidenciarem taxas de custos e preços nos pontos de equilíbrio interno por eles escolhidos, pressupondo que inicialmente existia equilíbrio externo e que não se verificarem alterações estruturais na procura e na oferta. Ao contrário, se a situação económica interna exigir mudanças na taxa de inflação nos diferentes países da união monetária, como a taxa de câmbio é fixa por definição, alguns países terão de prescindir da sua posição de optimização (entre inflação e desemprego) se quiserem assegurar uma variação uniforme dos custos e assim manter a competitividade. Verificar-se-ão, para alguns países, acréscimos adicionais de inflação ou desemprego, que não existiriam numa situação de não integração monetária. A perda de produção que representa o acréscimo adicional de desemprego é uma das formas de medir o custo da integração monetária.

Em termos gráficos, uma situação de união monetária assim teorizada, de acordo com Robson¹³, pode ser representada do seguinte modo:

Figura 1 - Zonas monetárias: modelo de equilíbrio



No diagrama de quadrantes estão representados dois países. O país em análise (H) está representado na metade superior e o país parceiro (P) na metade inferior. O quadrante nordeste mostra a curva de Phillips para o país (H) e o quadrante sudeste a mesma curva para o país (P). As posições e inclinações das respectivas curvas são, na situação de pré integração monetária, assumidamente diferentes. Os quadrantes noroeste e sudoeste determinam a variação nos preços (inflação) que correspondem a mudanças na taxa de salários nos países H e P. As linhas

¹³Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra, pp. 108.

W_{IH} e W_{IP} ilustram esta relação. O posicionamento destas curvas é função do peso do factor trabalho no produto total, da produtividade e do grau de concorrência tanto no mercado de trabalho, como no mercado de produtos. Assumida a concorrência perfeita, temos que W_{IH} e W_{IP} são linhas rectas e que as intersecções¹⁴ destas curvas com o eixo dos y são função do peso do factor trabalho e da variação da produtividade. Se assumirmos como constante o peso do factor trabalho, temos que as intersecções serão iguais à variação da produtividade. Postulam-se taxas de crescimento da produtividade diferentes para os dois países, sendo a intersecção de W_{IH} maior, como consequência da maior produtividade do país H.

Assim, um aumento de salários uniforme nos dois países, requereria do país H um aumento de preços menor para se manter em equilíbrio, ou seja a taxa de aumento do preço de equilíbrio no país H será inferior à do país P.

Na situação gráfica apresentada, postula-se que os dois países diferem nas suas taxas de produtividade, no posicionamento da sua curva de Phillips e também na escolha política entre desemprego e inflação. Pressupõe-se que os

¹⁴Samuelson, P. A. e Nordhaus, W. D. (1989), *Economia*, McGraw-Hill de Portugal, 12ª Edição, Madrid, pp. 300, onde demonstra que $Tx \text{ Inflação} = Tx \text{ aumento Salarial} - Tx \text{ crescimento da Produtividade}$, visto que admite que as empresas fixem os preços de acordo com uma percentagem constante sobre o custo médio do trabalho por unidade do produto. Assim, o nível geral de preços é sempre proporcional a (wL/X) em que w é o nível salarial, L é o nº de horas de trabalho e X a produção. Assim, se por exemplo, a produtividade do trabalho crescer 3% e os salários 3% a inflação será 0%.

decisores do país H têm no ponto A o ponto de maximização do bem estar e que os decisores de P entendem essa maximização em B.

Atendendo a que os dois países possuem taxas de inflação diferentes - a taxa de inflação do país H é \dot{P}_H^F e a do país P é \dot{P}_P^F , sendo a taxa do país H menor, dever-se-ia, então, desvalorizar a moeda do país P relativamente à do país H. Em termos gráficos, E representa a taxa de desvalorização que reporiria o equilíbrio, ou seja:

$$E = P_P^F - P_H^F$$

No entanto, por definição, em caso de integração monetária verificar-se-á impossibilidade de desvalorizar, ou pela existência de moeda única ou de câmbios fixos; assim, para manter o equilíbrio as taxas de inflação não poderão divergir, o que é dado pela expressão:

$$\dot{P}_H = \dot{P}_P \quad (E = 0)$$

Neste sentido, admitindo uma taxa de inflação no espaço económico integrado \dot{P}_M situada entre as taxas de inflação \dot{P}_H^F e \dot{P}_P^F , que se verificariam em H e P numa situação de não integração monetária, conclui-se que cada país confrontar-se-á com combinações de desemprego e inflação - no gráfico, os pontos A' e B' - numa perspectiva nacional, abaixo do óptimo.

Pode pois concluir-se, com base nesta teoria, que numa zona económica monetariamente integrada manifestar-se-á a tendência para que a relação entre o desemprego e a inflação seja menos favorável para o conjunto dos países da

união do que na situação de pré integração monetária, em que cada país pode utilizar a taxa de câmbio como instrumento de ajustamento. De outra forma, podemos afirmar que, optando por manter na zona de integração monetária uma taxa média de inflação igual à média das taxas de inflação dos países que a integram, teremos uma taxa de desemprego que subirá mais no país que deflaciona do que descera no país inflacionário: esta realidade encontra-se expressa na relação assumida pela curva de Phillips¹⁵. O mesmo raciocínio é, também, verdadeiro para níveis constantes de desemprego no conjunto dos países da zona monetária integrada.

Do acima exposto resulta a necessidade de abstenção das autoridades monetárias nacionais, na fixação de objectivos para o binómio inflação - desemprego, para que o equilíbrio interno global, na zona monetária integrada, seja possível. Esta abstenção seria condição de equilíbrio suficiente, se resultasse sempre em diferenças nos salários reais, resultantes de diferentes produtividades, aceitáveis para os países na zona monetária integrada; a competitividade de um país com menor produtividade seria suportada por incrementos menores nos salários reais¹⁶.

¹⁵Como já demonstrámos, os salários tendem a subir mais rapidamente em face de um excesso de procura de trabalho do que a descer face ao excesso de oferta. Assim, aumentos sucessivos no excesso de procura de trabalho têm um efeito decrescente na redução do desemprego.

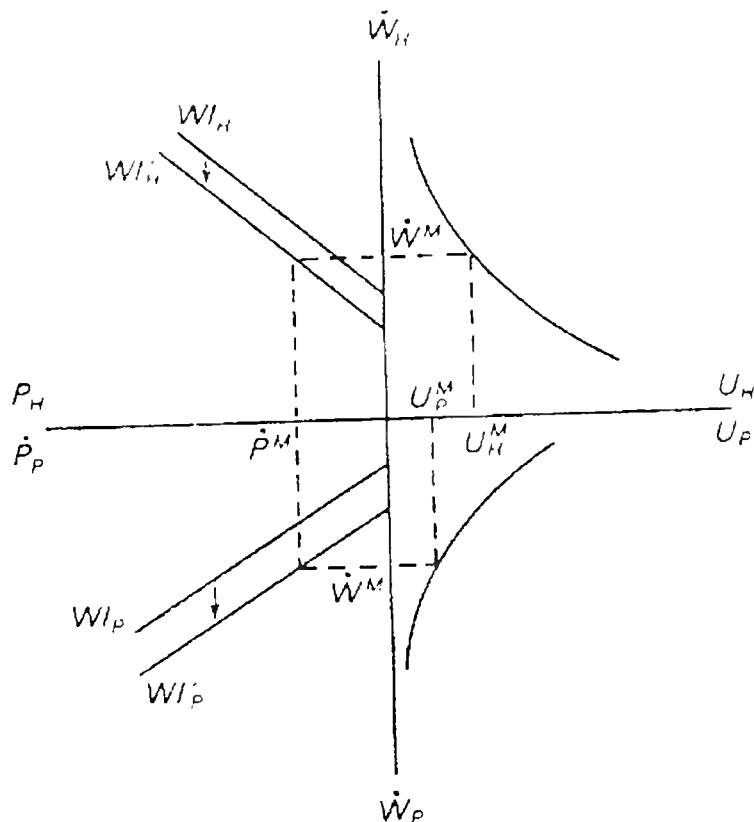
¹⁶De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 130.

No entanto, pode argumentar-se, é improvável que um crescimento diferenciado de dois países, integradores da união, seja aceitável. Neste caso, deixaria de ser condição suficiente de equilíbrio a abstenção das autoridades nacionais em fixar objectivos para o binómio inflação desemprego. Pode concluir-se pela necessidade política de um crescimento simultâneo dos países membros da zona de integração monetária como forma de impedir que taxas diferenciadas de crescimento dos salários reais motivem fluxos de mão-de-obra, em larga escala, no sentido dos países com maiores produtividades. Ou seja, para manter o equilíbrio interno não bastaria que cada país se abstivesse de fixar objectivos para o binómio inflação - desemprego: seria também necessário que as curvas Wl_H e Wl_P - observáveis na Figura 1 - assumissem novos posicionamentos, de modo a reflectirem que a evolução para um determinado nível de taxa de inflação média na zona integrada provoca alterações iguais, nos dois países, nos salários nominais e nos salários reais, situando-se, pois, em Wl'_H e Wl'_P ; veja-se a Fig. 2¹⁷.

¹⁷Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra, pp. 112.



Figura 2 - Integração monetária e crescimento equilibrado



A questão que se coloca neste momento é a de saber como conseguir tal deslocação, tal comportamento das taxas de inflação, salários nominais e salários reais. Duas estratégias são viáveis:

A primeira, seria concretizada através de transferências financeiras do país H para o país P, sem efectuar mudanças na estrutura produtiva com vista a alterar as taxas de crescimento da produtividade. Em termos gráficos, teríamos que, se redefinirmos \dot{W}_H e \dot{W}_P como taxas nacionais de crescimento dos salários nominais, respectivamente após imposto e subsídio, a deslocação para baixo de WI_H , poderia acontecer pela via da imposição de um imposto sobre os salários no país H e, inversamente, a deslocação para cima de WI_P seria consequência,

por exemplo, de um subsídio salarial no país P. A situação de equilíbrio aconteceria quando a transferência financeira de um país para outro fosse de uma grandeza tal que motivasse iguais variações líquidas nos salários; em termos gráficos W^M .

A segunda estratégia, de carácter estruturante, de médio longo prazo, bastante ambiciosa e difícil de concretizar, visto que implica alterações no todo da estrutura produtiva, consistiria na introdução de medidas com a finalidade de tornar iguais as produtividades dos dois países.

Assim poderemos, pelo menos, retirar as seguintes ilações:

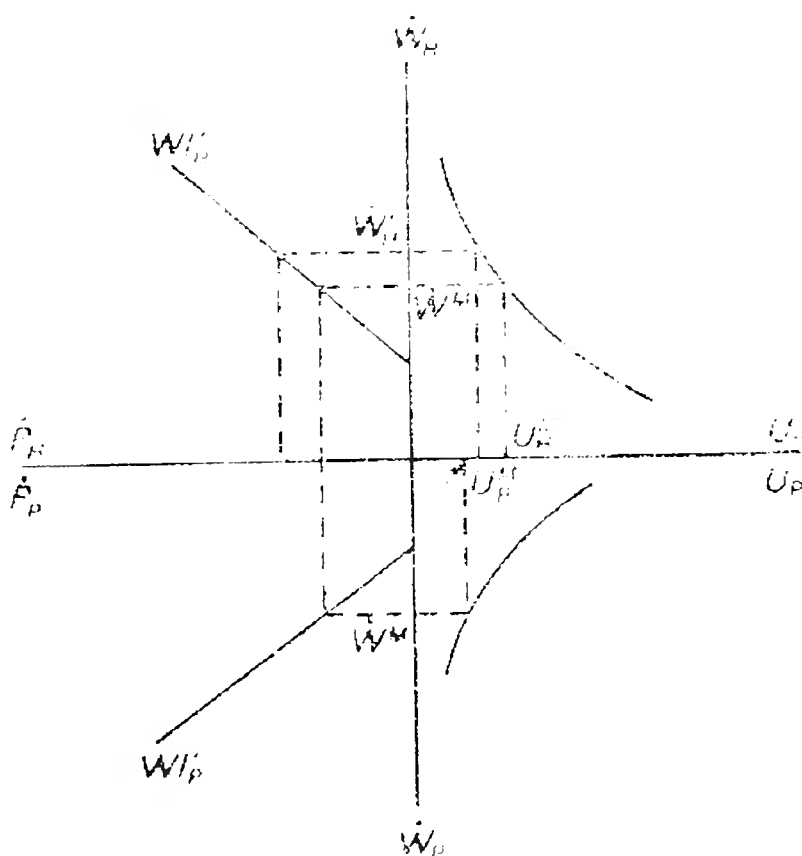
- Se existir a convicção de que as políticas regionais com vista a modificar, uniformizando, as taxas de produtividade não resultarão, pode não ser realizável a integração monetária, sem existir a vontade política de efectuar transferências financeiras dos países com maiores produtividades para os de menores produtividades.
- Será provável que o país, ou países, confrontado com a necessidade de efectuar transferências financeiras, se recuse a concretizá-las, se este facto implicar uma redução da sua produtividade, e, principalmente, se não perceber a existência de outros benefícios associados que possam compensar aquela perda real de produção.

- Se existir a pretensão de, para além de manter equilibrado o crescimento do rendimento, manter taxas de desemprego idênticas em toda a zona monetária

integrada, novas medidas estruturantes serão necessárias por forma a deslocar as curvas de Phillips para situações idênticas.

- Se tiver sido executada uma política inter-regional, que tenha posto cobro às diferenças de produtividade entre países, a reivindicação de salários iguais em toda a zona monetária integrada é condição necessária para a manutenção do equilíbrio, ou seja W^M , conforme é visível na Fig. 3

Figura 3 - Integração monetária, equilíbrio e aumentos salariais



Caso contrário, numa situação em que o processo de negociação salarial do país H tenha resultado em aumentos salariais monetários mais elevados, em termos gráficos \dot{W}_H , do que os verificados no país P, o equilíbrio só poderia ser mantido se este último país anuisse em efectuar transferências financeiras para o país H,

de modo a permitir a este país obter uma taxa mais elevada do rendimento real e, assim, aumentar os salários monetários sem reflexo no nível geral de preços.

- Se não tiver sido executada uma política inter-regional, que tenha posto cobro às diferenças de produtividade entre países, é condição necessária para a manutenção do equilíbrio na zona integrada que cada país opte por aumentos salariais diferentes, de acordo com as suas produtividades; na Fig. 1 representados por W_H^M e W_F^M . Caso contrário, numa situação de aumentos salariais iguais, em países com diferentes produtividades, o equilíbrio só poderia ser mantido se custeado por transferências financeiras, que suportariam iguais níveis de vida em países com capacidades produtivas diferenciadas.

2.1.1.2 - Da integração cambial à integração total

Esta sequência de análise da teoria tradicional de integração monetária tem pressuposto a não existência de livre circulação de capital e a imobilidade do trabalho, no interior do espaço económico integrado. Tentaremos, seguidamente, averiguar os resultados da eliminação de tais pressupostos nas conclusões anteriores. Averiguaremos, também, que papel poderá desempenhar a política financeira nacional na correcção dos desequilíbrios inter regionais ou de longo prazo.

2.1.1.2.1 - Integração do mercado de capitais

A eliminação das barreiras à livre circulação do capital, num cenário de integração cambial já conseguida, com vista à concretização de uma união monetária total, poderá afectar os custos e benefícios anteriormente descritos. Esta livre circulação de capitais pressupõe a adopção prévia de medidas tendentes a uniformizar os regulamentos e a estrutura das instituições financeiras nacionais, por forma a criar condições para a existência de um mercado global de concorrência perfeita¹⁸.

Podemos identificar as seguintes vantagens:

- A dimensão do mercado aumenta, sendo possível por esta via obter economias de escala e assim diminuir os recursos utilizados nos processos de obtenção de crédito e de transformação de poupança em investimento.
- Acréscimo da eficiência do processo financeiro, na medida em que um conjunto mais vasto de instrumentos financeiros estará ao dispor de aforradores e investidores. Possibilita-se uma escolha mais eficiente em termos de maturidade e risco.

Quanto às desvantagens da livre circulação de capitais, apontamos, de início, a mais evidente para cada Estado membro: impossibilidade de utilizar a política monetária para corrigir, pelo menos a curto prazo, eventuais desajustamentos, devido à limitação do controle que um estado membro pode

¹⁸Comité para o estudo da União Económica e Monetária, (1989) Relatório sobre a União Económica e Monetária na Comunidade Europeia.

exercer sobre os seus agregados monetários e reais, num contexto de integração do mercado de capitais. Por outro lado, pode argumentar-se que as transferências inter regionais compensatórias, necessárias aos ajustamentos na produção e no emprego, seriam largamente facilitadas. Não menos importante é a desvantagem relacionada com o custo, que acarretará para cada país membro a incapacidade de utilizar a sua política de crédito, de forma a orientar a poupança para investimentos alternativos de acordo com as suas prioridades estruturais.

Em resumo, pode afirmar-se: mesmo que os países membros de um espaço económico integrado desejem preservar um equilíbrio entre hipotéticos objectivos económicos nacionais conflitantes, não perderiam, com a livre circulação de capitais, essa possibilidade, desde que possam utilizar políticas alternativas, como a fiscal e a regional, para procederem a ajustamentos.

2.1.1.2.2 - Papel da política financeira

Na sequência do que vem sendo afirmado, na óptica desta abordagem, interessa neste momento, em face de uma união monetária total, que inclui livre circulação de capitais, averiguar da existência e da viabilidade de utilização de instrumentos financeiros capazes de efectivarem os ajustamentos inter regionais e actuarem sobre os problemas de equilíbrio que certamente surgirão. Neste contexto, associa-se política financeira à capacidade dos governos nacionais efectuarem compras e vendas de bens e serviços, lançarem impostos e distribuírem subsídios. Estes instrumentos permitiriam a cada Estado estimular o

rendimento e o investimento, enquanto puder financiar um eventual déficit orçamental. Pode, no entanto, afirmar-se que este instrumentos têm um alcance limitado, visto que políticas expansionistas financiadas pelo déficit devem apenas aplicar-se a problemas conjunturais e não a problemas estruturais. Por exemplo, se num determinado país existir um nível de salários reais demasiado elevado para permitir um nível desejado de emprego, um financiamento desta situação pelo déficit não é exequível a longo prazo. Em princípio, a curto prazo, não seria necessário recorrer a empréstimos, visto que é possível uma política expansionista de estímulo ao investimento, rendimento e emprego, mantendo um orçamento equilibrado. Uma solução seria o lançamento de impostos sobre os salários monetários e o uso das receitas para subsidiar o investimento e o emprego. Estes subsídios teriam um efeito idêntico ao de uma desvalorização. Porém, a concessão de subsídios, a uma determinada taxa, fará sentir os seus efeitos uma única vez (sobre este assunto, no ponto seguinte, podem observar-se outros esclarecimentos), sobre o nível da produção. Assim, se esta política de subsídios não culminasse em convergência das taxas de produtividade dos diferentes países, seriam, ciclicamente, necessários subsídios, continuamente crescentes, para atenuar os desequilíbrios.

No entanto, em caso de existência de um orçamento comum, o uso da política financeira ao nível da união não estaria sujeito a limitações semelhantes na actuação de ajustamento de desequilíbrios cíclicos, regionais ou nacionais, visto que, em princípio, as despesas de tal ajustamento seriam distribuídas por

todos os Estados membros, por forma a que uns fossem beneficiários e outros contribuintes, possibilitando assim um orçamento comum equilibrado.

2.1.2 - A visão Monetarista

Esta perspectiva, ao contrário do que temos vindo a expor, parte do pressuposto de que apenas a curto prazo se verifica uma relação inversa entre a inflação e desemprego. Esta é a perspectiva dos Monetaristas¹⁹; a longo prazo as taxas de inflação e desemprego são independentes. Postulam que mesmo numa situação de equilíbrio geral - definido como ausência de excesso de procura²⁰ em cada mercado - existirá sempre uma taxa de desemprego positiva, designada por taxa de *desemprego natural*. Esta taxa de desemprego natural é resultado do não enquadramento dos salários em mercados perfeitamente concorrenciais, pela existência de características *naturais* do mercado de trabalho, como legislação garante do salário mínimo, do subsídio de desemprego, não mobilidade do trabalho, etc. . Pode, também, afirmar-se²¹ que a taxa de desemprego natural acontece quando a economia não sofre choques pelos custos (do factor trabalho, por exemplo), ou seja, quando o custo do factor trabalho se mantém estável relativamente aos restantes custos de produção. Se não se verificarem choques

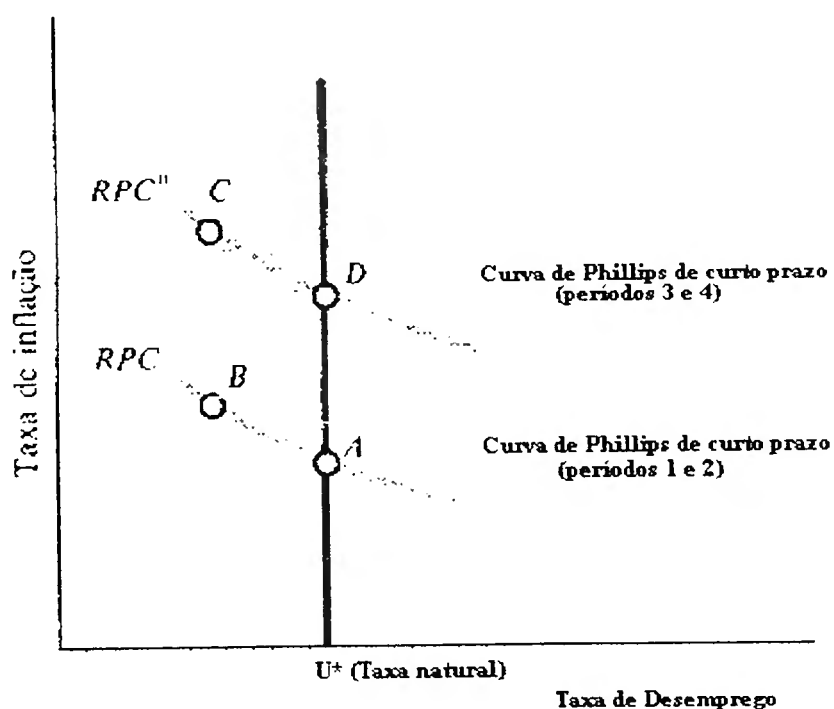
¹⁹ Friedman, M. (1975), *Unemployment versus Inflation?: An Evaluation of Phillips Curve*, Ed. Institute of Economic Affairs, Londres.

²⁰ Samuelson, P. A. e Nordhaus, W. D. (1989), *Economia*, McGraw-Hill de Portugal, 12ª Edição, Madrid, pp. 296, onde se critica a visão clássica simplista da inflação pela procura. Afirma que o que diferencia inflação moderna das teorias simples da inflação pela procura é o facto de os preços começarem a aumentar ainda antes de se ter atingido o pleno emprego. É a importância da inflação pelos custos, como resultado do comportamento dos salários, do preço da energia, etc. .

pelos custos (aumentos salariais, subida preço da energia, etc.), nem pela procura (efeito do investimento e gastos públicos ou da política de tributação), a taxa de inflação efectiva tenderá a situar-se em níveis próximos da taxa de inflação pela inércia. Entendo-se por taxa de inflação pela inércia aquela que tende a manter-se de acordo com a sua taxa histórica.

A afirmação fundamental da visão Monetarista é a dependência da taxa natural de desemprego de fenómenos micro económicos; assim, postulam a insensibilidade da taxa natural de desemprego a medidas de carácter macro económico. A ilustração deste postulado pode ser observada graficamente²² na Fig. 4.

Figura 4 - Curva de Phillips de longo prazo



²¹idem, pág. 303.

²²idem, pág. 305.

Do gráfico acima pode concluir-se da independência, a longo prazo, das taxas de inflação e desemprego. Vejamos: se este ciclo começar pelo desemprego a diminuir, como resultado de um período expansionista - opção macro económica dos decisores - a economia deslocar-se-ia para a esquerda ao longo de uma curva de Phillips de curto prazo. Menos desemprego, mais inflação. Entretanto, os agentes económicos incorporam esta informação inflacionária e passam a esperar uma taxa de inflação mais elevada. A consequência imediata seria a deslocação da curva de Phillips para cima. Teríamos, então, taxas de inflação bastante mais elevadas para cada taxa de desemprego. Em termos gráficos, a taxa de inflação C , mais elevada do que a B , provocaria o mesmo desemprego, o que reflecte uma taxa de inflação antecipada, esperada, ou pela inércia, neste momento, mais elevada. Mas, todos os períodos expansionistas têm um fim, ou pelas medidas anti inflacionistas das autoridades monetárias, preocupadas com a espiral inflacionista e aumento da massa monetária, ou simplesmente porque a economia abranda. Nesta situação, a taxa de desemprego tenderá a mover-se ao longo da nova curva de Phillips de curto prazo "RPC", posicionando-se em D na sua taxa natural, U^* . Assim, para as mesmas taxas de desemprego, A e D , teríamos neste momento uma taxa de inflação mais elevada, visto que a taxa de inflação pela inércia, ou esperada, ou antecipada aumentou.

Pode então perceber-se a tese dos Monetaristas de que existe uma curva de Phillips de longo prazo vertical, que expressa todas as situações em que a

economia está em equilíbrio, no sentido em que a inflação efectiva coincide com a esperada. Assim, conclui-se que fazer subir a inflação uma única vez provoca uma redução apenas temporária na taxa de desemprego.

Da aceitação desta tese resultam dois corolários:

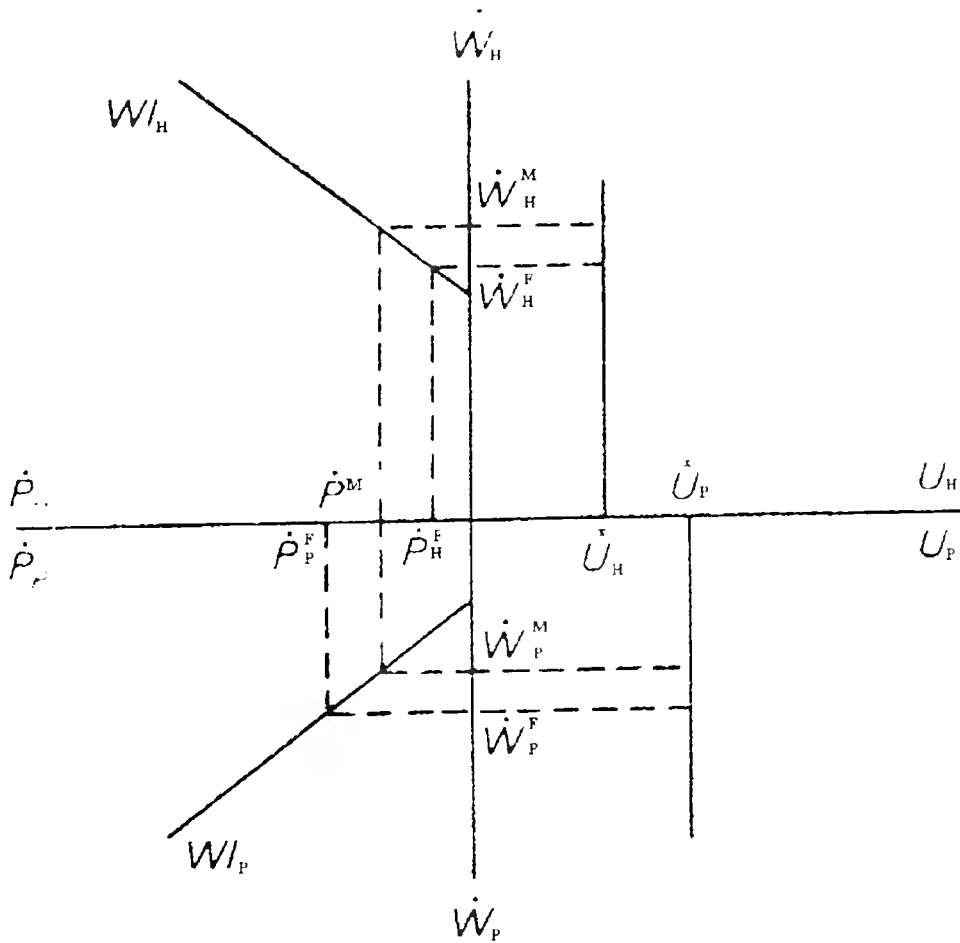
- manter, permanentemente, a taxa de desemprego abaixo do seu nível natural só é possível conjuntamente com o aumento contínuo da inflação: processo não suportável infinitamente.

- uma variação da taxa de câmbio, com a finalidade de proceder ao ajustamento, não terá efeitos duradouros, o desemprego voltará, inevitavelmente, à sua taxa natural.

São profundas as implicações da admissibilidade da existência de uma curva de Phillips de longo prazo vertical, situada ao nível da taxa de desemprego natural. Esta assumpção significa que poderia concretizar-se uma integração monetária sem aumentos duradouros da taxa de desemprego. Veja-se a representação gráfica²³ desta hipótese:

²³Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra, pp. 118.

Figura 5 - A visão dos Monetaristas



Podem observar-se dois países P e H com níveis de preços diferentes, respectivamente \dot{P}_H^F e \dot{P}_P^F , que na ausência de uma integração monetária podem proceder a uma desvalorização de ajustamento (país P) e reencontrar o equilíbrio em \dot{P}^M . Na hipótese de estes dois países decidirem avançar para uma integração monetária, deixam de poder ajustar o nível de preços (inflação) pela desvalorização, mas como pode observar-se graficamente, esta situação não conduziria a nenhum acréscimo de desemprego. O país P teria uma maior taxa de inflação, \dot{P}_P^F , mas esta não resultaria em nenhuma diminuição do desemprego, visto que a taxa de desemprego estaria fixada na sua taxa natural. O país P

também não obteria nenhum acréscimo do seu rendimento real, como resultado da sua superior taxa de inflação, visto que preços e salários nominais cresceram simultaneamente.

Conclusão importante: se o país P decidir fixar a sua taxa de inflação ao nível do país H, em P_H^F , não sofrerá perdas de emprego ou rendimento real: não sofre perdas de emprego visto que este se encontra fixado na sua taxa natural, e não perderá rendimento real visto que a uma descida dos salários nominais corresponderia uma descida proporcional do nível geral dos preços.

Contudo, no seguimento desta análise, deve salientar-se:

- A aceitação de taxas de inflação iguais entre dois países não significa que um crescimento simultâneo se verificará. Crescimentos idênticos dos salários reais, tal como na abordagem anterior, terão de ser suportados, ou por medidas regionais tendentes a uniformizar a produtividade, ou por transferências financeiras do país com maior, para o país com menor, produtividade.

- No caso de se pretender, também, taxas de desemprego uniformizadas - no caso, taxas de desemprego naturais - deverão ser tomadas medidas políticas com o objectivo de uniformizar as condições do mercado de trabalho e por essa via modificar a posição da curva de Phillips de longo prazo.

- Se aquelas medidas políticas de ajustamento estrutural não forem adoptadas, a manter-se o objectivo de taxas de desemprego uniformizadas, na ausência de curvas de Phillips de longo prazo semelhantes, os países integradores do espaço monetário integrado, mesmo que situados inicialmente nas suas curvas

de Phillips de longo prazo, suportarão custos transitórios de integração importantes que não podem deixar de ser considerados : a título de exemplo, um país com uma taxa de inflação superior à adoptada pela conjunto do espaço integrado, apenas a conseguiria reduzir elevando o desemprego acima da sua taxa natural, visto que o cenário de acção é o curto prazo, por isso curva de Phillips de inclinação negativa.

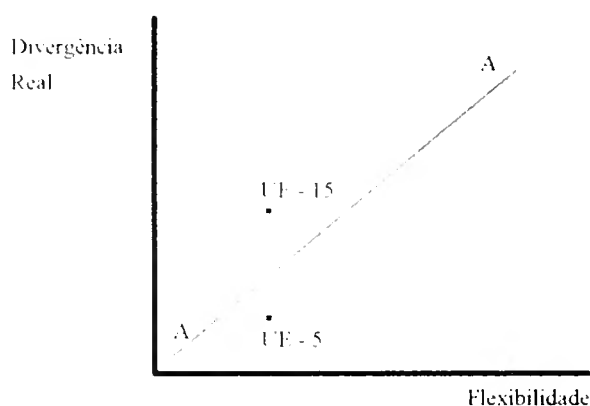
2.2 - O caso Europeu

Em suma, esta perspectiva parte do impacto dos choques externos sobre a economia e toma em consideração variáveis como a abertura da economia (medido pelo peso relativo do comércio externo, exportações e importações, no conjunto da produção), a diversificação da estrutura produtiva e a integração financeira e orçamental para concluir da existência, ou não, de uma zona monetária óptima. Esta corrente defende, deste modo, que economias muito abertas terão um maior interesse na integração monetária como forma de se defenderem do impacto negativo das flutuações das taxas de câmbio na economia, designadamente no nível geral de preços. Defende-se, também, que uma economia com uma estrutura económica diversificada terá maior capacidade de adaptação a hipotéticos choques externos sobre as exportações e o emprego e estará por isso menos empenhada na integração monetária. Esta corrente defende a existência de um elevado nível de integração financeira como condicionante da

existência de uma zona monetária ótima. Argumenta-se que daí advirá facilidade na adopção de taxas de câmbio fixas.

A teoria tradicional das zonas monetárias ótimas é completamente omissa acerca da necessidade de convergência nas taxas de inflação, juro, deficit e dívida. Contrariamente, acentua a necessidade de flexibilidade nos salários reais, a mobilidade da mão-de-obra e a integração fiscal e financeira como condições de sucesso na criação de uma zona de integração monetária²⁴. Veja-se a representação gráfica da situação:

Figura 6 - Teoria das zonas monetárias ótimas



No eixo vertical podemos observar o grau de divergência real entre duas regiões, ou países, candidatas a formar uma união monetária. Por divergência real entende-se o grau de divergência das taxas de crescimento da produção e do emprego, entre duas ou mais zonas, como resultado de choques assimétricos. No

²⁴De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 124.

eixo horizontal temos o grau de flexibilidade do mercado de trabalho nessas regiões ou países. Esta flexibilidade inclui a flexibilidade dos salários reais e a inter regional ou internacional mobilidade do trabalho.

O aspecto central desta teoria consiste na afirmação, baseada na experiência demonstra de que grandes divergências das tendências da produtividade e do emprego necessitam de maior flexibilidade nos mercados de trabalho, se efectivamente se deseja formar uma união monetária sem problemas de ajustamento.

Esta relação entre divergência real e flexibilidade é representada ao longo da linha AA. Países, ou regiões, localizados abaixo da linha AA podem formar um espaço monetário integrado sem custos "excessivos" de ajustamento. Na terminologia desta teoria, aqueles países ou regiões formam uma zona monetária óptima. Países, ou zonas, posicionadas acima da linha AA experimentarão altos custos de ajustamento se decidirem concretizar uma zona de integração monetária. Ou seja, estes países possuem baixo grau de flexibilidade do seu mercado de trabalho para o seu nível de divergência real. Não formam, por isso, uma zona monetária óptima. No entanto, estes países são obviamente livres de formar uma união monetária. A teoria prevê, neste caso, custos económicos consideráveis. Sugere-se, também, que quando países que não satisfazem os critérios enunciados de flexibilidade decidem formar uma união monetária, problemas macro económicos surgirão no conjunto da união. Exemplificando: enquanto um choque negativo da procura (diminuição) atinge um ou mais

membros da união deixando os outros incólumes, já a pressão sobre o banco central da união para suportar uma política monetária expansionista de ajustamento será bastante forte. Esta pressão será tão mais intensa quanto menor for a flexibilidade dos salários, preços e mobilidade nos países, ou regiões, afectados pelo choque negativo da procura.

Por outro lado, os países não afectados pelo choque negativo da procura resistirão à concretização de políticas monetárias expansionistas. Resultarão, assim, deste choque assimétrico conflitos entre as instituições responsáveis pela condução das políticas económicas da união.

No que respeita à integração monetária europeia é de prever, à luz da teoria tradicional das zonas monetárias óptimas, que a cada choque assimétrico os conflitos gerados pelas posições dos diferentes países acerca da pertinência da política monetária se manifestem e repitam. Esta análise impele-nos a concluir que uma política monetária adequada e estável na união europeia só será possível²⁵ se os países membros satisfizerem as condições sumariadas na Fig. 6. Conclui-se, então, que uma união europeia de quinze membros não é uma zona monetária óptima²⁶, visto que se encontra localizada acima da linha AA. Assim, não será adequado, na perspectiva desta teoria, concretizar uma união monetária com todos os países membros da união europeia. Uma integração monetária conjunta resultaria numa pressão insuportável sobre o banco central e

²⁵De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 125.

²⁶idem.

inviabilizaria a concretização de uma política monetária estável e adequada. Estudos empíricos concluíram que uma integração monetária envolvendo todos os países da união europeia afectaria significativamente os salários reais e as taxas de juro²⁷. De Grouwe alude a um consenso importante entre economistas que se apoiam nesta teoria, acerca do facto dos quinze países da união europeia não formarem uma zona monetária óptima. Alude, também, a uma forte convicção de que existe, na união europeia, um número mínimo de países capazes de concretizarem uma integração monetária, nomeando-se geralmente a Alemanha, os países do Benelux e possivelmente a França, ou seja uma integração monetária de cinco países (UE - 5). Note-se que, dentro deste grupo mais restrito, o grau de flexibilidade do mercado de trabalho não é maior do que nos restantes dez parceiros, no entanto a análise económica histórica evidencia uma menor divergência real nos níveis de produção e emprego.

A análise empírica, baseada nesta teoria, sugere que uma integração monetária dos países da união Europeia a duas velocidades é desejável, iniciando-se com um grupo de países e alargando-se, mais tarde, aos restantes.

A teoria tradicional das zonas monetárias óptimas implica a não necessidade de convergência à priori das taxas de inflação e juro, e das políticas orçamentais; afirma a não necessidade e a não suficiência desta convergência para assegurar o sucesso da integração (alguns economistas não inseridos nesta corrente teórica assumem a mesma posição; veja-se, por exemplo, Hans

²⁷idem, pp 126.

Genberg²⁸). Não é necessária esta convergência porque, por exemplo, países com diferentes taxas de inflação, antes da entrada no espaço monetário integrado, podem possuir estruturas económicas bastante semelhantes, estando, por isso relativamente defendidos de choques assimétricos de grande magnitude. As diferentes taxas de inflação podem apenas reflectir posições institucionais diferentes face à política monetária. Se num país o banco central fruir de independência total e noutro for completamente dependente do ministério das finanças, a integração monetária fará convergir estas posições e, deste modo, taxas de inflação à priori diferentes serão irrelevantes. Por outro lado, a convergência da inflação, previamente à entrada no espaço de integração monetária, não é suficiente: dois países podem possuir taxas de inflação muito semelhantes (Japão e Alemanha, por exemplo) e estarem munidos de estruturas produtivas completamente diversas, de tal modo que não é possível classificar de óptima uma zona monetária que surja da sua integração. Um outro exemplo é o caso da Alemanha e da Bélgica. Este último país certamente satisfará o critério de convergência da inflação; no entanto, ao contrário da Alemanha, possui um elaborado sistema de indexação de salários, o que provocará no futuro, em caso de choque no preço do petróleo (por exemplo) na união Europeia, uma subida em espiral dos seus salários, que determinará certamente perda de competitividade para a indústria Belga. O facto de a Bélgica ter mantido a sua

²⁸Genberg, H. (1995) Monetary Union: When and for Whom?, in *portugal e a integração monetária europeia*, Org. Loureiro, J., Ed. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Lisboa, pp. 137.

inflação baixa desde o início do século, não a ajudará num cenário de futura integração monetária. Na perspectiva desta teoria, importante seria a desindexação dos salários.

Argumentos semelhantes poderiam ser desenvolvidos para os restantes critérios de convergência nominal definidos no Tratado de Maastricht. De acordo com a teoria tradicional das zonas monetárias ótimas, os critérios de convergência nominal não são necessários nem suficientes para concretizar, com êxito, uma integração monetária. No caso das políticas fiscais e orçamentais, a teoria tradicional das zonas monetárias ótimas vai, ainda, mais longe. Afirma que num cenário de ocorrência de choques assimétricos, a necessidade de manter a convergência nos critérios deficit e dívida retirará aos países membros o último instrumento de política económica capaz de proceder a ajustamento. Assim, de acordo com esta teoria, os critérios de convergência de Maastricht não são só insuficientes e desnecessários, serão também perigosos para o funcionamento regular da futura integração monetária na Europa.

Parte 3

Integração Monetária, o modelo de Barro - Gordon aplicado à União

Europeia

3.1-Convergência da inflação

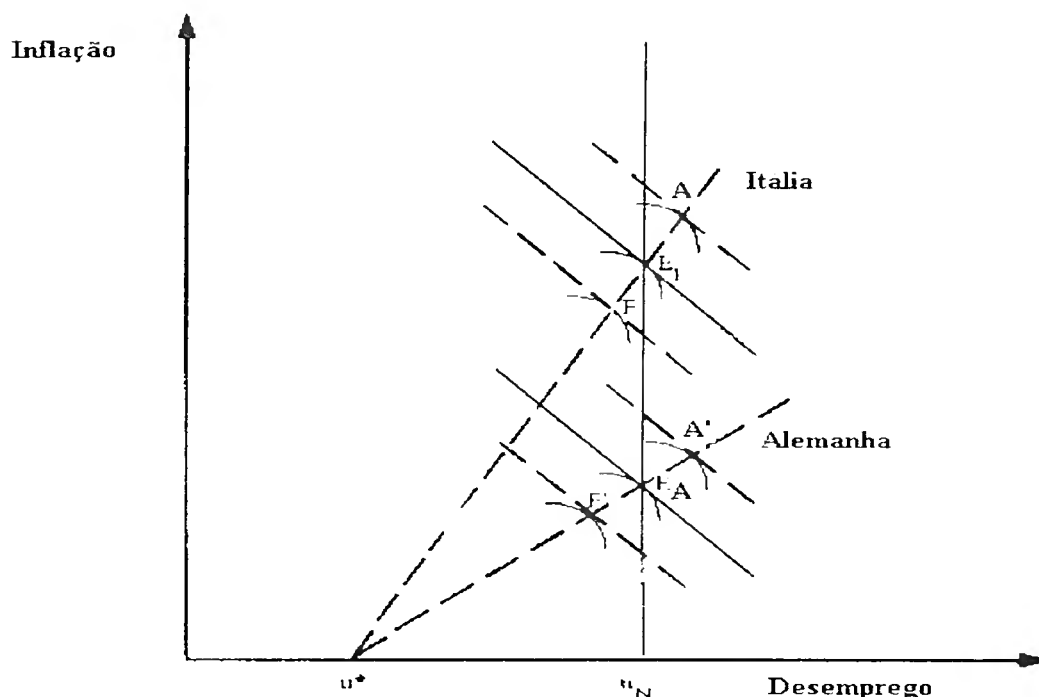
A perspectiva contemporânea da integração monetária, baseando-se, essencialmente, no modelo de Barro-Gordon²⁹, enfatiza a questão da credibilidade das políticas económicas nacionais adoptadas com a finalidade de seguir rumo a um espaço económico monetariamente integrado. De igual modo, preocupa-se em quantificar os efeitos da integração monetária no bem estar global de cada zona ou país integrante.

Na Fig. 7, podemos observar os aspectos principais desta perspectiva³⁰.

²⁹Alesina, A., Grilli, V., (1994) On the Feasibility of a one or Multispeed European Monetary Union, in *The political Economy of European Monetary Unification*, Ed. Eichengreen, B., Frieden, J., Westview Press, Colorado, EUA.

³⁰De Grouwe, P. (1992), *Economics of Monetary Integration*, Ed. Oxford University Press, Oxford, pp 124.

Figura 7 - Perspectiva contemporânea de integração monetária



No gráfico acima, temos as curvas de Phillips de curto prazo de dois países, Alemanha e Itália. Os dois países possuem semelhantes taxas de desemprego natural e desejado, mas as suas autoridades monetárias têm percepções diferentes da importância da redução da taxa de inflação. A diferente importância que as autoridades alemãs e italianas conferem à redução da inflação pode ser observada graficamente atentando à forma das respectivas curvas de indiferença inflação/desemprego: curvas de indiferença "achatadas" no caso da Alemanha e curvas de indiferença íngremes no caso da Itália. De outro modo: as taxas de desemprego natural, U_N , e de desemprego desejado, u^* , são iguais nos dois países. A taxa de inflação de equilíbrio é, na Alemanha, E_A , e na Itália E_I . Podemos, então, afirmar que a uma inflação média maior na Itália do que na Alemanha corresponde um mesmo nível de desemprego. Mas também, que choques idênticos nas curvas de Phillips de curto prazo dos dois países provocam

um decréscimo menor do desemprego na Itália do que na Alemanha; ou seja, na Itália o desemprego varia entre I' e A e na Alemanha entre I'' e A' . Que razão sustenta este facto? - pode perguntar-se. E a resposta está no facto de existir uma maior acomodação da Itália a esses choques da procura, a uma incorporação psicológica, com resistência mínima, do novo valor da inflação como sendo o da inflação esperada ou pela inércia.

Assim sendo, e visto que uma união monetária pressupõe a criação de um banco central que imponha escolhas idênticas (inflação, desemprego) aos Estados membros, uma preposição pode, neste momento, ser estabelecida:

- o país com taxa de inflação mais baixa, no caso em análise a Alemanha, reduz sempre o seu bem estar, afastando-se da combinação óptima emprego/inflação, optando por integrar uma união monetária com um país com uma taxa de inflação mais elevada, a Itália; este efeito é explicável pelo facto de um hipotético banco central da união optar por uma taxa de inflação que reflecta a média das taxas de inflação da união, situando-a, em termos gráficos, entre E_A e E_I . Se este cenário se verificar não beneficiará a Alemanha, que terá de confrontar-se com uma taxa de inflação mais elevada (a taxa de inflação média da união) sem que isso tenha consequências positivas na sua taxa de desemprego: fruirá destas consequências positivas visto que a Alemanha é pouco sensível a variações de desemprego³¹. Deve, no entanto, comparar-se este custo com os benefícios que resultarem de uma integração monetária, como a diminuição dos

custos de transacção e do risco, entre outros, como já mencionámos no ponto 1.2.. No que concerne ao país com taxa de inflação mais elevada, no caso a Itália, pode afirmar-se que este país só beneficiará com a integração se o decréscimo da sua taxa de inflação, adoptando a taxa média de inflação da Europa, for maior que o aumento da sua taxa de desemprego.

Deste modo pode concluir-se que só interessará ao país com a taxa de inflação mais baixa, que perde com a integração, uma adesão, se puder impor condições. E as condições, pelo que acima afirmámos, não podem ser outras que não a assumpção, pelo banco central da união, das mesmas preferências, para a combinação inflação/desemprego, que teria o banco central da Alemanha. Os restantes países aceitarão, certamente, estas condições se, como já acima afirmámos de outro modo, o ganho de bem estar resultante da prossecução desta política monetária, de primazia a baixas taxas de inflação, for superior à perda de bem estar resultante dos acréscimos de desemprego.

Que podemos concluir depois destas evidências? como se articulam estas com os critérios de convergência a que os Estados signatários do Tratado da União Europeia³², assinado em Maastricht em Fevereiro de 1992, se encontram obrigados? - Continuaremos, ainda, a apoiar-nos na Fig. 7, para tentar responder a estas e outras questões.

³¹De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 128.

³²Biblioteca da Assembleia da República,(1995), *Tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa.

O futuro Banco Central Europeu será composto por representantes de cada Estado membro - "O Conselho do BCE é composto pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos bancos centrais nacionais"³³. Assim, mesmo considerando um estatuto de independência para o BCE (ou em rigor, Sistema Europeu de Bancos Centrais formado pelo Banco Central Europeu e pelos Bancos Centrais Nacionais), continuarão a existir diferentes preferências relativamente ao nível médio de inflação por parte de cada um dos representantes nacionais. Poderá vir a constituir-se, no seio do BCE, uma maioria que impõe à Alemanha uma taxa de inflação média na união diferente da sua taxa de inflação de equilíbrio. Provavelmente, por esta razão, a Alemanha tenderá a tentar limitar a entrada na união monetária aos países com interesses semelhantes no que concerne a níveis de inflação. É neste sentido que deve ser interpretado o critério de convergência da inflação estabelecido em Maastricht, a saber ",no ano que antecede a análise, uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1.5% a verificada, no máximo, nos três Estados membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços." ³⁴ - e menos em função da Teoria da Paridade dos Poderes de Compra³⁵.

³³Idem , pp. 97.

³⁴Biblioteca da Assembleia da República,(1995), *Protocolo anexo ao tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa, pp. 264.

³⁵Eiteman, D.K, Stonehill, A.I., Moffett, M.H., (1992), *Multinational Business Finance*, Ed. Addison-Wesley Company, Inc., 6ª Edição, EUA, pp. 147, onde se demonstra a Lei de um só Preço e a Teoria da Paridade do Poder de Compra: os preços de quaisquer produtos (incluindo o capital) tendem a igualar-se em todos os mercados competitivos. Sendo assim, qualquer

Afirmamos que a Alemanha tenderá a opor-se à entrada de países que não tenham os seus interesses, relativamente a níveis de inflação, visto que se assim não for qualquer Estado poderá prosseguir uma política de inflação baixa, mesmo contra os seus interesses, de modo a reunir as condições estabelecidas no Tratado da União Europeia, de modo a poder integrar a união monetária. Neste sentido, o empenhamento dos Estados em processos deflacionários, acarretaria um reposicionamento ao longo da curva de Phillips de curto prazo, o que é equivalente a desemprego, oferecendo uma prova de comportamento não inflacionista que mereceria o acordo Alemão. Põe-se, no entanto, o problema da boa-fé com que cada Estado poderia estar neste processo de convergência das taxas de inflação. Podemos interrogar-nos se uma vez concretizada a integração monetária cada representante nacional no BCE não defenderia então as suas verdadeiras preferências. De igual modo, se põem a questão da continuidade, ou descontinuidade, das preferências de cada país, à medida que os seus governos se sucedem. Contrariamente, pode argumentar-se com o facto da independência do BCE estar assegurada estatutariamente, e de esta instituição estar vinculada a prosseguir o objectivo da estabilidade dos preços³⁶. No entanto, pelo que acima ficou demonstrado, pode com facilidade concluir-se que o critério do TUE que

diferencial nas taxas de inflação de dois países tenderá a ser anulado por uma variação idêntica mas de sinal contrário nas taxas de câmbio, como forma de manter a competitividade.

³⁶Biblioteca da Assembleia da República, (1995), *Protocolo Relativo aos Estatutos do Sistema de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu*, anexo ao Tratado da União Europeia, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa, pp. 228.

estabelece a necessidade da convergência da inflação, como pré requisito para integrar a união monetária, não fornece qualquer garantia à Alemanha.

Por outro lado, observando a Fig. 7, pode inferir-se que a referida convergência da inflação como pré requisito de adesão pode ser prejudicial. Vejamos: supondo que se concretizou a união monetária sem prévia convergência das taxas de inflação da Alemanha e da Itália e que o BCE protagoniza uma política monetária em tudo semelhante à que seguiria o banco central alemão. O que aconteceria? Provavelmente o ponto de equilíbrio da inflação, da Itália, deixaria de se situar em E_I para se situar em E_A , o que significa que este país conseguiria baixar a inflação sem um aumento temporário do desemprego, ao contrário do que poderia supor-se, perspectivando um novo posicionamento na curva de Phillips de curto prazo. A razão que suportaria tal comportamento económico advém da supressão da moeda italiana como meio de pagamento no espaço económico integrado, com a consequente eliminação do problema de falta de credibilidade do sistema monetário italiano. Deste modo seria provável que não se verificassem, por parte dos agentes económicos daquele país, expectativas de perda de poder de compra da nova moeda, como se verificaram no passado em relação à Lira.

Se todos os pressupostos que acima assumimos se verificassem, seria possível, e desejável, realizar a integração monetária sem prévia convergência de taxas de inflação.

Ao contrário, e observando-se mais uma vez a Fig. 7, pressupondo um cenário de ajustamento da taxa de inflação, por parte da Itália, como pré requisito

de entrada na união, pode concluir-se que este país suportará, provavelmente, grandes perdas de emprego como resultado da actuação das expectativas dos agentes económicos, geradas por políticas monetárias historicamente não credivéis, sobre o comportamento da inflação. De outro modo: como a inflação manifestaria grande resistência à descida, a política monetária teria de ser conduzida no sentido de mover a economia ao longo da curva de Phillips de curto prazo, decrescente e relatora de um comportamento lesivo para o emprego, no sentido de fazer corresponder, a pequenos decréscimos na taxa de inflação maiores acréscimos na taxa de desemprego. Em conclusão, teríamos acréscimos significativos de desemprego e, provavelmente, não se conseguiria baixar a taxa de inflação para os níveis alemães, devido à falta de credibilidade da política monetária italiana. Se este cenário se concretizasse, a Lira italiana experimentaria uma valorização real face à Marco, o que desencadearia fortes pressões dos mercados no sentido de forçar à desvalorização, por forma a repor o equilíbrio cambial antes da concretização da união monetária. É o contexto adequado para a especulação. O processo deflacionário estaria posto em causa. A Itália teria então de recomeçar o ciclo. *Ad eternum*.

Temos vimos a utilizar o modelo de Barro-Gordon com base em hipóteses. Não seria necessário. Em ciências sociais, a utilização do método experimental com o intuito de testar modelos coloca, invariavelmente, problemas de ordem vária. Neste caso, contudo, a história pode confirmar as virtudes do diagnóstico deste modelo. Reportemo-nos ao ano de 1992 e à situação económica espanhola e

italiana. A aplicação, por parte destes dois países, de políticas monetárias deflacionárias, resultou numa diminuição do diferencial das suas taxas de inflação relativamente à taxa de inflação alemã. Experimentaram, por isso, fortes valorizações reais. A reacção dos mercados não tardou. Fortes actuações especulativas forçaram as autoridades monetárias espanholas e italianas a ceder. As suas moedas foram afectadas por fortes desvalorizações.

Na situação real em análise as desvalorizações não resultaram, imediatamente, em retoma significativa do crescimento das respectivas taxas de inflação. De Grouwe³⁷ afirma que a recessão que se fazia sentir nos dois países contribuiu para este crescimento moderado da inflação. No entanto, estes diferenciais nas taxas de inflação, por comparação com a Alemanha, começaram novamente a acentuar-se desde 1994. E a necessidade de fazer convergir as taxas de inflação é decorrente da aceitação do TUE. Sendo assim, é previsível que as autoridades monetárias destes países, recomecem a aplicação de políticas monetárias deflacionárias. E se verifique valorização real das suas moedas face ao Marco, E seja necessário desvalorizar. E que este ciclo se conclua com a taxa de inflação a crescer.

Que pode pois concluir-se depois de concretizada esta abordagem? A resposta é a reafirmação de que o critério de convergência das taxas de inflação é desnecessário, implica altos custos, de difícil avaliação, para os países com

³⁷De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 133.

taxas de inflação elevadas e, finalmente, que a referida convergência das taxas de inflação será bastante difícil de concretizar num futuro próximo.

3.2 - Convergência orçamental

Depois das conclusões a que chegámos no ponto anterior, parece-nos oportuno, neste ponto da análise, discutir o critério de convergência orçamental imposto pelo Tratado da União Europeia. Este Tratado impõe, como se sabe, restrições à entrada na união monetária, sob a forma de critérios de sustentabilidade das finanças públicas: nomeadamente, os critérios peso do deficit e da dívida pública no PIB. O rácio déficit orçamental/PIB deve ser inferior a 3% e o rácio dívida pública/PIB não deve ultrapassar 60%³⁸. Os dois critérios mantêm, entre si, uma relação aritmética³⁹. Por exemplo, se o deficit for igual a 3% do PIB e este crescer 5% (em termos nominais), a dívida pública (de um modo simples, acumulação de déficits) tenderá a estabilizar nos 60%, resultado do quociente 3%/5%.

Contudo, não nos ocuparemos de averiguar se os níveis do deficit e da dívida estão, ou não, no conjunto da UE, demasiado elevados. O que nos interessará concluir é se, na óptica desta abordagem, existe uma fundamentação

³⁸Biblioteca da Assembleia da República.(1995), Protocolo Relativo aos Critérios de Convergência a que se refere o Artigo 109º - J do Tratado que Institui a Comunidade Europeia, in *Tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa, pp. 106 e 264/265.

³⁹Pinto, A. Mendonça, (1995), *União Monetária Europeia*, Univ. Católica Editora, Lisboa, 1ª Edição, pp. 50.

teórica que sustente a manutenção dos critérios, acima referidos, como condições prévias de entrada na união monetária.

Efectivamente, elevados déficits orçamentais e elevadas dívidas públicas podem contribuir para a instabilidade de preços, pressionando os bancos centrais a inflacionar. Porquê? Deve perguntar-se. Começemos pela fórmula⁴⁰ que traduz o constrangimento a que o orçamento público está submetido.

$$\dot{h} = g - t + (i - \pi)h - \pi m \quad (1)$$

em que:

\dot{h} = Variação da Taxa de Câmbio.

g = Despesa Pública em percentagem do PIB.

t = Receitas de Impostos em percentagem do PIB.

i = Taxa de Juro Nominal.

π = Taxa de Inflação.

b = Dívida Pública em percentagem do PIB.

m = massa monetária em circulação, inverso de velocidade de circulação.

Assumindo duas premissas:

a) Sendo que pm é o proveito do financiamento monetário, ou seja, a senhoriagem (taxa real sobre a cunhagem), e que na UE o valor deste proveito é

⁴⁰De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 134 a 138.

normalmente baixo, cerca de 1% do PIB, por questões de simplificação vamos ignorá-lo.

b) Crescimento real da produção igual a zero.

Então, podemos equacionar a taxa de juro nominal como sendo:

$$i = r + \pi^e \quad (2)$$

em que:

i = Taxa de Juro Nominal.

r = Taxa de Juro Real.

π^e = Taxa de Inflação Esperada.

Assim, se substituirmos (2) em (1) teremos:

$$\dot{h} = g - t + (r + \pi^e - \pi)h \quad (3)$$

Concluindo, deste modo, que a única componente que é imprevista e que afecta o equilíbrio orçamental é a inflação efectiva, $(\pi^e - \pi)$. Esta taxa de inflação efectiva, sendo mais elevada do que a taxa de inflação esperada, diminui o peso da dívida, visto que os encargos com a sua manutenção decrescem pela razão da taxa de juro real ter decrescido. Visto que $r = i - \pi^e$ e π^e revelou-se mais elevado do que o esperado.

Se assumirmos que $\dot{h} = 0$, em (3), obteremos a fórmula que representa a estabilização da dívida pública em relação ao PIB. Por razões da análise que, seguidamente, efectuaremos reescrevemos esta fórmula em ordem a t :

$$t = g + rb + (\pi^e - \pi)b \quad (4)$$

Assumindo que:

- a) o nível da despesa pública é um dado.
- b) a taxa de juro real é um dado.

podemos, neste momento, fazer notar uma relação deveras importante: *um aumento inesperado da taxa de inflação permite ao governo baixar os impostos*, mantendo, contudo, verdadeira a igualdade que permite a solvência. Exemplo:

<i>Situação Padrão</i>	<i>Inflação inesperada</i>
$g = 1.000$	$g = 1.000$
$i = 10\%$	$i = 10\%$
$b = 20.000$	$b = 20.000$
$\pi^e = 15\%$	$\pi^e = 15\%$
$\pi = 10\%$	$\pi = 12\%$
$t = g + rb + (\pi^e - \pi)b$	$t = g + rb + (\pi^e - \pi)b$
$t = 4.000$	$t = 3.600$

Contudo, o que acima demonstrámos só é possível se o acréscimo na taxa de inflação for imprevisto. Por outro lado, as decisões económicas são, ou devem ser tomadas com base em expectativas racionais, onde não existe lugar para desvios entre inflação esperada e inflação efectiva, ou real. Assim, a média das diferenças, entre as taxas de inflação esperadas e as taxas de inflação efectivas deve tender para zero (0). Ou seja,

$$\pi' - \pi = 0$$

Podemos, pois, afirmar que a relação de longo prazo, entre inflação e tributação, que garante o equilíbrio, a solvência, é a seguinte:

$$t_n = g + rb$$

sendo:

t_n = Taxa "*Natural*" de tributação dado o nível da despesa; independente do nível de inflação.

g = Despesa Pública em percentagem do PIB.

r = Taxa de Juro Real.

b = Dívida Pública em percentagem do PIB.

Podemos, neste momento, concluir:

a) A equação formulada em (1) representa a igualdade a que estamos obrigados para garantir a solvência, num cenário de curto prazo. E, curiosamente, representa uma situação muito semelhante à descrita pela curva de Phillips de curto prazo.

Sintetizando:

- Aumentos imprevistos da inflação reduzem o peso da dívida; assim como, no caso da curva de Phillips, aumentos imprevistos da inflação reduzem o desemprego.

b) A equação formulada em (5) representa a igualdade a que estamos obrigados para garantir a solvência, num cenário de longo prazo. Também

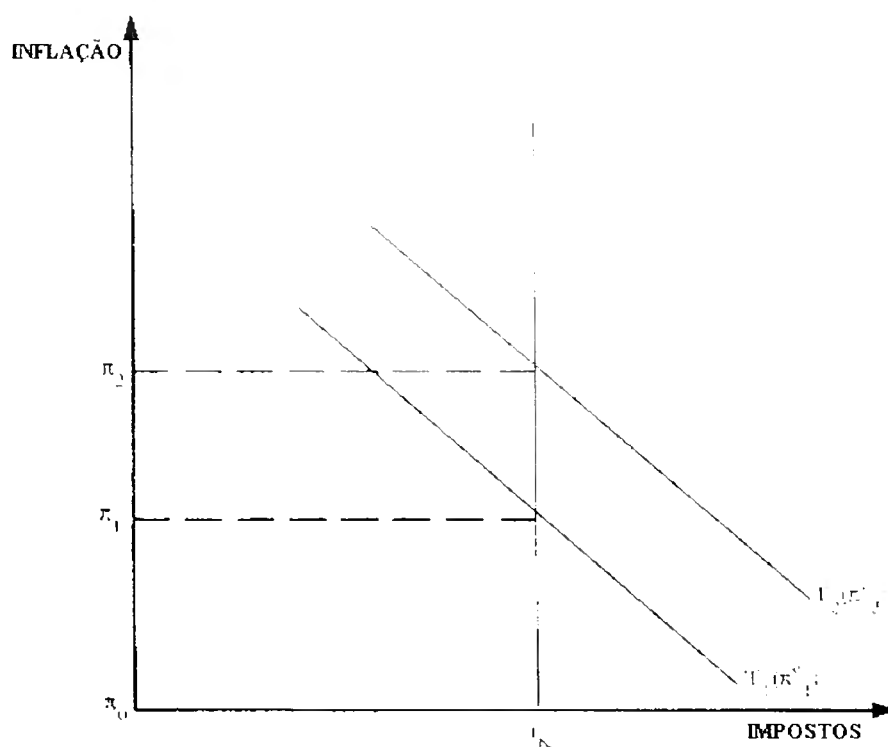
representa uma situação muito semelhante à descrita pela curva de Phillips de longo prazo.

Sintetizando:

- A taxa de imposto "natural" é independente da inflação, assim como, no caso da curva de Phillips de longo prazo, a taxa de desemprego natural é independente da inflação (veja-se a este propósito o ponto 2.1.2).

Observe-se, agora, na Fig. 8, a representação gráfica⁴¹ das fórmulas (4) e (5).

Figura 8 - Relação entre inflação e impostos



⁴¹De Grouwe, P. (1996) The economics of convergence towards monetary union in Europe, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa, pp. 136.

As curvas de curto prazo estão representadas por linhas oblíquas e decrescentes com declive em função de h (Dívida Pública em percentagem do PIB), conforme fórmula (4).

Acréscimos de h implicam dois tipos de consequências:

a) nas curvas de curto prazo, tornando-as menos inclinadas; ou seja, acréscimos de inflação provocam decréscimos maiores nos impostos.

b) nas curvas de longo prazo, afastando-as da intersecção dos eixos x e y , o que equivale a afirmar que eleva a taxa de tributação *natural*.

Considerando a minimização de uma função prejuízo⁴² do tipo:

$$L = t^2 + a \pi^2 \quad (6)$$

em que:

a = parâmetro representativo do peso do objectivo inflação, na óptica das autoridades monetárias.

t = Receitas de Impostos em percentagem do PIB.

π = Taxa de Inflação.

Considerando, também, que o peso dado ao objectivo inflação, tem em vista a minimização de custos, porque as autoridades monetárias, estão, simultaneamente, condicionadas pela necessidade de minimizar o peso dos impostos.

Pressupondo a existência de expectativas racionais e minimizando a fórmula (6), poderemos, agora, derivar a taxa de inflação óptima, π^* .

$$\pi' = (b/a)t_n = (b/a)(g + rb) \quad (7)$$

em que:

b = Dívida Pública em percentagem do PIB.

a = parâmetro representativo do peso do objectivo inflação, na óptica das autoridades monetárias.

t_n = Taxa "Natural" de tributação dado o nível da despesa; independente do nível de inflação.

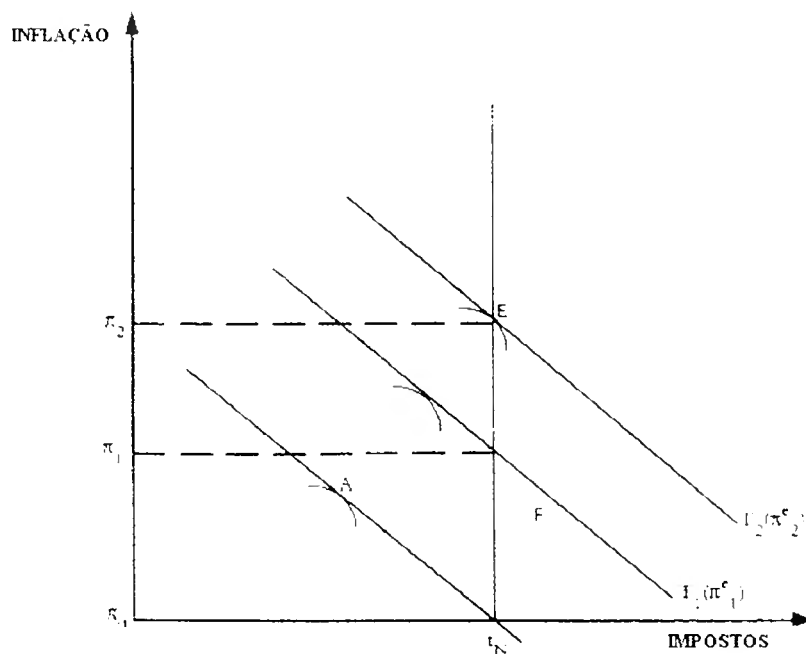
g = Despesa Pública em percentagem do PIB.

r = Taxa de Juro Real.

b = Dívida Pública em percentagem do PIB.

Observe-se a representação gráfica:

Figura 9 - Inflação de Equilíbrio



42idem.

- os dois países têm preferências semelhantes quanto às taxas de inflação, ou seja, têm a 's iguais.

- os dois países têm iguais taxas de juro real, r , e de despesa pública, g .

- os dois países formam uma união monetária.

Como já vimos em (7), o equilíbrio da inflação em cada um dos países é dado por:

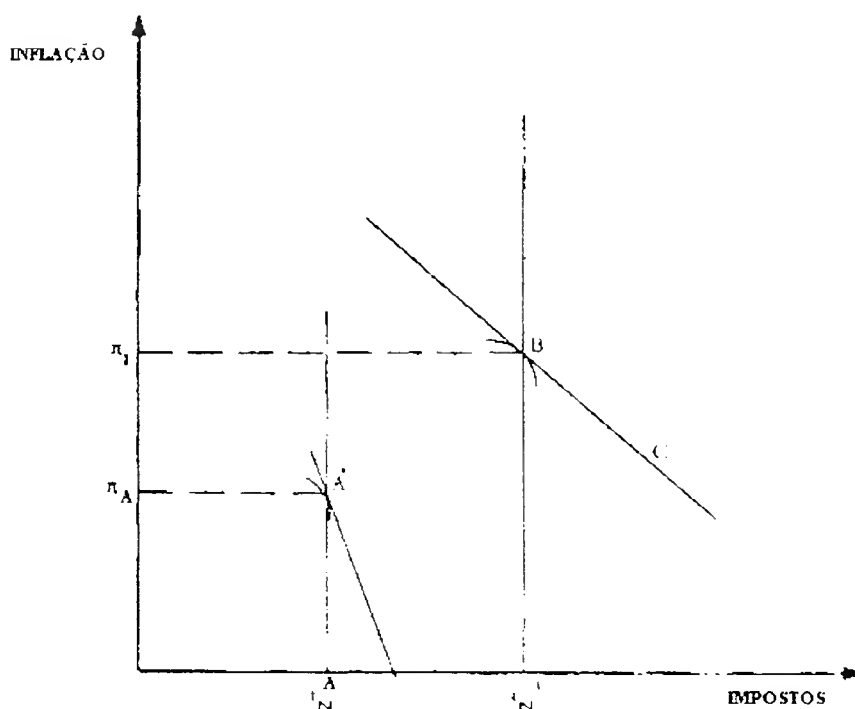
$$\pi_1^* = (b_1 / a)(g + rb_1) \text{ , para a Alemanha, } A.$$

$$\pi_2^* = (b_2 / a)(g + rb_2) \text{ , para a Itália, } I.$$

Assim, para que $\pi_1^* > \pi_2^*$ é obrigatório que $b_1 > b_2$.

Veja-se a representação gráfica⁴³ na Fig. 10.

Figura 10 - Inflação de equilíbrio entre dois países



⁴³idem pp. 136.

Da observação da Fig. 10 podemos concluir que as diferenças no rácio dívida/PIB geram dois efeitos:

a) no país com uma relação dívida/PIB maior, a "taxa *natural*" de impostos terá de ser maior.

b) no país com uma relação dívida/PIB maior, o declive da curva de curto prazo que refere a relação peso da dívida/impostos é menos acentuado, reflectindo o facto de, a verificar-se uma inflação efectiva superior à inflação prevista pelas autoridades, ter maiores consequências na redução da dívida deste país, do que teria, situação análoga, no país menos endividado.

Da observância daqueles efeitos podemos concluir:

- a taxa de inflação de equilíbrio é maior no país com maior dívida/PIB, no caso a Itália.

- Apesar de dois países apresentarem as mesmas preferências em relação à taxa de inflação, o país com maior dívida/PIB será mais estimulado a gerar inflações não esperadas como forma de reduzir a dívida.

Assim, no que concerne ao problema concreto da integração monetária europeia, põe-se a questão do custo que a Alemanha suportaria integrando a UEM com um parceiro que, embora tenha as mesmas preferências acerca dos níveis de inflação, incitará, obviamente, à subida desta como forma de reduzir a sua dívida.

Sendo assim, não parece difícil perceber porque razão as autoridades Alemãs insistem, com tanto empenho, na manutenção do critério de convergência

redução dos déficits e das dívidas, como condição de entrada na UEM. Com relações dívida/PIB altas, tem-se taxas de inflação altas e com estas, custos para a Alemanha, como vimos no ponto 3.1. .

Recapitulando o que afirmámos nos pontos 3.1. e 3.2., é de realçar a importância do critério de convergência orçamental, se supusermos, como até agora temos feito, que à Alemanha, pelos custos que suportaria em situação diferente, só interessa uma integração monetária que garanta uma taxa média de inflação idêntica à sua. A redução prévia das taxas de inflação, em caso de preferências diferentes por parte das autoridades monetárias nacionais, não garantiria à Alemanha que, depois da integração monetária estar realizada, a estabilidade dos preços seria mantida. Ao contrário, a convergência, em baixa, das dívidas/PIB, reduz o risco alemão de ter de confrontar-se com uma união monetária inflacionista.

3.3 - Viabilidade da convergência nominal

Como demonstrámos no ponto 3.1., os critérios de convergência estabelecidos pelo TUE dificultam a convergência dos países com moedas mais fracas, suportadas por políticas monetárias menos credíveis. Se um país estiver, simultaneamente, obrigado a reduzir a inflação e a dívida, como é o caso, e as autoridades monetárias desse país, por qualquer razão, não puderem seguir uma política anti-inflacionista credível, então, experimentará grandes dificuldades para reduzir a dívida.

Reportemo-nos novamente à Fig. 10. Supondo que a Itália se encontra no ponto *B* no momento que inicia a transição para a UEM. Por imposição do TUE será forçada a baixar a inflação e a reduzir a dívida. Se os agentes económicos não acreditarem em tal possibilidade, ou seja, se a sua política monetária não for credível, a economia italiana tenderá a mover-se ao longo da sua curva de curto prazo em direcção a *C*. Provavelmente, este facto acarretará uma subida das taxas de juro reais. Porquê? Porque a inflação verificada não é igualada pela inflação esperada, ou seja, o mercado não acredita naquela taxa de inflação efectiva e continua a incorporar nas suas decisões uma taxa de inflação de valor superior: em resultado, a taxa de juro real sobe e com esta sobem também os encargos com a dívida pública e, assim, a própria dívida pública.

Neste sentido, parece-nos adequado concluir que os critérios de convergência nominal, impostos pelo TUE, aumentam os custos da dívida.

No caso italiano, por exemplo, as dúvidas que poderão surgir acerca da capacidade de cumprimento dos critérios de convergência poderão, como já vimos, pressionar as taxas de juro reais no sentido ascendente. Consequentemente, teríamos mais inflação e mais deficit. Assim, pode decorrer, directamente, da própria necessidade de convergência nominal a impossibilidade de atingir, rapidamente, uma redução da taxa de inflação e dos deficits públicos.

Parte 4

Conclusão

Comentário Final

Esta dissertação teve como objectivo discutir duas das teorias que, contemporaneamente, são aceites como válidas para enquadrar o fenómeno económico da integração monetária. Apresentámos a teoria de Fleming - Corden, com raiz nos estudos pioneiros de Mundell, genericamente denominada por Teoria das Áreas Monetárias Óptimas. Seguidamente, aplicámos esta teoria à actual situação Europeia. Avançámos, discutindo, e simultaneamente utilizando, o modelo de Barro - Gordon, na análise dos critérios de convergência estabelecidos pelo TUE. A utilização dos modelos referidos permitiu conclusões que nos parecem importantes.

A Teoria das Áreas Monetárias Óptimas acentua a necessidade de flexibilidade nos salários e nos preços, bem como a suficiente mobilidade do Trabalho, como condições de existência de áreas óptimas de integração monetária. É de realçar que esta teoria é completamente omissa acerca da necessidade de critérios de convergência nominal, como os definidos, em Maastricht, pela UE.

Quando aplicámos esta teoria ao caso Europeu, concluímos que uma Europa de quinze membros é, economicamente, demasiado heterogénea para poder ser considerada uma área monetária óptima. Provavelmente, uma Europa

com quinze membros exerceria demasiadas pressões contraditórias sobre o BCE, em resultado de hipotéticos choques num ou mais membros. Concluimos com a apologia de uma Europa monetariamente integrada, de dimensão bastante reduzida, entre países com menor divergência real no que concerne a níveis de produção e emprego.

A visão contemporânea da problemática da integração monetária, aceitando, maioritariamente, o modelo de Barro - Gordon como instrumento de trabalho, aconselha a acomodação às políticas monetárias definidas pelas autoridades monetárias alemãs. Por razões históricas, de má memória inflacionista, e por razões instrumentais que evidenciamos, à Alemanha interessa manter a sua taxa de inflação. Assim, se existir acordo acerca do facto de um espaço económico integrado constituir um objectivo a alcançar, é necessário fornecer à Alemanha garantias de que a taxa média de inflação, na União, será baixa.

Contudo, utilizando a *nova* visão da problemática da integração monetária, analisámos o critério de convergência nominal taxa de inflação e concluimos que este não fornece à Alemanha qualquer garantia de, no futuro, os membros da união continuarem a exercer preferência pela estabilidade dos preços.

Quanto aos critérios orçamentais, cientificamente sólidos, põe-se o problema da divisão que provocarão na União Europeia, cavando uma clivagem entre os países que integrarão o espaço económico da moeda única e os restantes. Com consequências nefastas para ambos os grupos. Provavelmente, os países que

não integrarem o primeiro grupo incorrem no risco de iniciarem, não um processo de convergência, mas um processo de divergência, quanto a algumas variáveis económicas importantes como as taxas de inflação e juro, por causa, em parte, da exclusão. Por outro lado, e como consequência, também é provável que se verifique turbulência nas taxas de câmbio, da união, com os países dela excluídos, com consequentes prejuízos para o mercado europeu.

Concluimos, afirmando, como princípio geral, que a transição para união monetária deveria ter-se centrado mais na convergência real e menos na convergência nominal. Como vimos ao longo da dissertação, apenas estruturas produtivas com performances relativamente idênticas podem garantir, a longo prazo, a estabilidade monetária.

Os critérios de convergência, estabelecidos pelo TUE, em Maastricht, são critérios de convergência apenas nominal, que não têm em consideração os diferentes graus de desenvolvimento que caracterizam os países europeus candidatos à UEM. Estes critérios, como julgamos ter evidenciado, parecem ter como principal objectivo a selecção dos países dispostos a aceitar um futuro BCE muito parecido, nas suas opções monetárias, com o Bundesbank.

Considerando o "*trade-off*" que parece existir entre objectivos económicos nominais e reais, parece-nos, deste modo, bastante difícil conseguir evoluir, na Europa, no sentido da convergência real. No entanto, esta é a grande questão que,

na nossa opinião, se coloca: saber se diferentes velocidades reais são, ou não, compatíveis com uma velocidade nominal única.

Referências Bibliográficas

- 1 Aglieta, M., (1992), *Adjustment Internacional*, N° 6 - Fevereiro. Edições Asa. Porto.
- 2 Alesina, A., Grilli, V., (1994) "On the Feasibility of a one or Multispeed European Monetary Union", in *The Political Economy of European Monetary Unification*, Ed. Eichengreen, B., Frieden, J., Westview Press, Colorado, EUA.
- 3 Biblioteca da Assembleia da República.(1995), *Protocolo Anexo ao Tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa.
- 4 Biblioteca da Assembleia da República.(1995), *Tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa.
- 5 Biblioteca da Assembleia da República, (1995), *Protocolo Relativo aos Estatutos do Sistema de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, anexo ao Tratado da União Europeia*, Ed. Assembleia da República - Divisão de Edições, Lisboa.
- 6 Corden, W.M.(1972), "Monetary Integration", in *Essays in Internacional Finance*, n° 93, Princeton University, EUA.
- 7 De Grouwe, P. (1996) "The economics of convergence towards monetary union in Europe", in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa.
- 8 De Grouwe, P. (1992), *Economics of Monetary Integration*, Ed. Oxford University Press, Oxford.

- 9 Eiteman, D.K, Stonehill, A.I., Moffett, M.H., (1992). *Multinational Business Finance*, Ed. Addison-Wesley Company, Inc., 6ª Edição, EUA.
- 10 Fleming, M. (1971), *On exchange rate unification*, Economic Journal, Vol. 81.
- 11 Friedman, M. (1975), *Unemployment versus Inflation?: An Evaluation of Phillips Curve*, Ed. Institute of Economic Affairs, Londres.
- 12 Mundell, R. (1961) *The Theory of optimum currency areas*, American Economic Review, Vol. 51 - September.
- 13 Mundell, R. e Swoboda, A.K. (1972), *Problemas Monetarios de la Economia Internacional*, Centro de Estudios Monetarios LatinoAmericanos, México.
- 14 Pinto, A. Mendonça, (1995), *União Monetária Europeia*, Univ. Católica Editora, 1ª edição, Lisboa.
- 15 Robson, P. (1985), *Teoria Económica da Integração Internacional*, Coimbra Editora, Col. Biblioteca Jurídica, Coimbra.
- 16 Samuelson, P. A. e Nordhaus, W. D. (1989), *Economia*, McGraw-Hill de Portugal, 12ª Edição, Madrid.
- 17 Scitovsky, T. (1958), *Economic Theory and Western European Integration*, Allen & Unwin, Edição de 1962, Londres.
- 18 Teles, P., (1993), *Currency Substitutability as a Source of Inflationary Discipline*, Banco de Portugal, Lisboa.
- 19 Artur Andersen/Ecu Banking Association, (1991), *Ecu Making it Work in Europe*, Ed. Artur Andersen/Ecu Banking Association, Paris.

- 20 Servais, D., (1991), *Espace Financière Européen*, Office des Publications Officielles CE, Luxembourg.
- 21 Walraefu, T., (1994), *Bretton Woods*, Association d' Economie Financiere, London/Paris.
- 22 Keunedy, E., (1991), *Bundesbank - Germans's Central Bank in the International Monetary System*, Royal of International Affaires, London.
- 23 Comissão das Comunidades Financeiras, (1988), *Criação de uma Zona Financeira Europeia*, Serviço das Publicações Oficiais CE, Luxemburgo.
- 24 Lintner, V., (1991), *European Community: Economic and Political Aspects*, McGraw-Hill, London.
- 25 Welfens, Paul J.J., (1991), *European Monetary Integration - From Dominance to an EC Central Bank*, Springer-Verlag, Heidelberg.
- 26 Kenen, Peter B., (1994), *Exchange Rates and Monetary System - Selected Essays*, Edward Elgar Publishing, Aldershot - Hants.
- 27 Benink, H., (1993), *Financial Integration in Europe*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- 28 Gerbauer, W., (1993), *Foundations of European Central Bank Policy*, Physica-Verlag, New Yorque.
- 29 Comission Europeenne, (1996), *Union Economique et Monetaire*, Office des Publications Officielles CE, Luxembourg.
- 30 Balassa, Bela (1982), *Teoria da Integração Europeia*, Clássica Editora, Lisboa.

- 31 Comissão Europeia, (1996), *União Económica e Monetária - Rumo à união económica e monetária*, Serviço das Publicações Oficiais das CE, Luxemburgo.
- 32 The Federal Trust, (1995), *Single Currency*, Federal Trust, London.
- 33 Deutsche Bank Research, (1995), *Stable Currency For Europe*, Deutsche Bank, Frankfurt.
- 34 Padoa-Schiopa, T., (1994), *Road to Monetary Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- 35 Torres, F. (1994), *Portugal and the EMS on the Politics of Monetary Integration*, Centro de Estudos Europeus/Universidade Católica, Lisboa.
- 36 Loureiro, J. (1995), *Portugal e a Integração Monetária Europeia*, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- 37 Frenkel, J., Razin, A. e Sadka, E. (1991), *International Taxation in an Integratet World*, MIT Press, Massachusetts.
- 38 Gardeazabal, J. e Regulez, M., (1992), *Monetary Model of Exchange Rates and Coitegration*, Springer-Verlag, Berlim/Heidelberg.
- 39 Harrop, J., (1992), *Political Economy of Integration in the European Community*, Edward Elgar Publishing, Aldershot.
- 40 Montiel, P. J., Agenor, P. R. e Haque, N. U.L., (1993), *Informal Financial Markets in Developing Countries*, Blackwell Publishers, Oxford.
- 41 Cunha, P., (1993), *Integração Europeia*, Imprensa Nacional - Casa da Moeda, Lisboa.

- 42 El-Agraa, A., (1982), *Internacional Economic Integration*, Macmillan Press.
London.
- 43 Stansell, S., (1993), *International Financial Market Integration*, Blackwell
Publishers, Oxford.