

---

PORTUGAL E A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

---

*João Sousa Andrade*

---

## PORTUGAL E A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

---

Acto único (1985), Relatório Delors (1989) e Tratado (da União Europeia) de Maastricht (1991) marcam definitivamente a história europeia deste final de século.

Como resultou daquela última reunião <sup>(1)</sup>, a dinâmica do projecto europeu vai fundamentar-se em dois elementos motores:

- a moeda europeia
- e a defesa

A nossa preocupação, como economista, reside obviamente naquele primeiro *motor*. Também o aspecto *concorrência-solidariedade* que foi objecto de discussão e conduziu à ideia do Fundo de Coesão não será considerado nestas reflexões que nos propomos fazer.

O Relatório sobre a União Económica e Monetária (U. E. M.), também conhecido por Relatório Delors <sup>(2)</sup>, constitui o primeiro passo para o que poderá vir a ser conhecido pela União Europeia, ao apontar como caminho a ser atingido pela C. E. E., a União Económica e Monetária.

No que respeita aquela proposta para a criação da U. E. M., digamos que as condições se haviam tornado propícias à aceitação do *Plano Werner* (1970), que apenas os mais conhecedores ainda recordavam <sup>(3)</sup>.

---

(\*) No passado dia 3 de Abril o Primeiro-Ministro anunciou a nossa entrada no Mecanismo de Câmbios do S.M.E., na banda dos 6%. No entanto, os dilemas que se colocam à economia A, aqui apresentada, não deixam, por isso, de merecer a nossa reflexão.

(1) Jacques Delors, Les Leçons de Maastricht, em *Le Nouveau Concert Européen*, E. Odile Jacob, Paris, 1992, pp. 177-87.

(2) Referimo-nos a Report on Economic and Monetary Union in the European Community, 27 de Junho de 1989, *Europe Documents*, N. 1550/1, 20 de Abril de 1989.

(3) Werner, que há 20 anos atrás se tinha situado no centro do debate sobre a UEM, comenta a propósito: «il est quelque peu déconcertant à première vue de relire, 19 années après la conférence des Chefs d'État ou de Gouvernement tenue à l'Haye en Décembre de 1969, un communiqué analogue, ordonnant le même exercice». Margarida Lopes dos Santos, *ECU, Moeda Europeia?*, Coimbra Editora, 1991, p. 131.

A U. E. M. seria atingida através de *três fases*. A *primeira* fase, com início a meio do ano de 1990, destinava-se apenas a reforçar a coordenação das políticas económicas, nomeadamente das políticas monetárias; a completar a liberalização dos fluxos financeiros; a incluir todas as moedas no *mecanismo de câmbios* (M. C.) do Sistema Monetário Europeu (S. M. E.); e a preparar um novo tratado.

A necessidade de novo tratado era sentida não só ao nível da definição final da U. E. M., como do exercício concreto dos conceitos que permitiam a sua criação, ou em geral, que permitiam a participação de Estados membros na sua fase final.

O novo tratado, assinado no final do ano de 1991, em Maastricht, estabelece uma primeira previsão de datas das duas fases seguintes da U. E. M., as condições objectivas para aceder à fase final da U. E. M. e opta definitivamente por uma moeda única.

### 1. SEGUNDA E TERCEIRA FASES PARA A U. E. M.

A ideia motora dos desenvolvimentos monetários consistia, desde o início, na eliminação de controlos cambiais e no desenvolvimento da livre circulação de capitais a realizar pelos Estados membros. A presença de diferentes moedas no mecanismo de câmbios, apesar da possibilidade de realinhamentos das paridades centrais, ao limitar substancialmente a utilização de políticas cambiais independentes, obrigaria, em princípio, a formas activas de cooperação da política monetária e em menor escala da política orçamental.

A *segunda* fase da U. E. M. deverá iniciar-se em 1 de Janeiro de 1994. Será então criado o Instituto Monetário Europeu, I. M. E., que assumirá as tarefas do Fundo de Cooperação Monetária Europeia (Fecom), que deixará então de existir. O I. M. E. terá por função principal o reforço da cooperação entre bancos centrais dos países membros com vista à melhor coordenação das políticas monetárias, deverá também controlar o funcionamento do S. M. E. e contribuir para uma maior circulação do ECU.

Até ao início desta fase deverão ter sido abolidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre países membros.

Sendo caso disso, deverão os Estados adoptar programas destinados a garantir a convergência para verificarem as condições de entrada na fase seguinte.

Quanto à *terceira* fase, se em Dezembro de 1997 não tiver sido fixada a data início desta fase, ela terá início a 1 de Janeiro de 1999.

Os critérios de convergência, que foram aprovados, para passagem à última fase são os seguintes:

- *disciplina orçamental*: a ratio do défice governamental deve ser inferior a 3% do P. I. B. e a ratio da dívida pública deve ser inferior a 60% do P. I. B.;
- *estabilidade dos preços*: a taxa média do índice de Preços no Consumidor (I. P. C.) no ano anterior à análise não deve ser superior a 1,5% mais a taxa dos Estados com menores taxas de inflação;
- *convergência das taxas de juro*: a taxa de juro média de Obrigações Públicas de longo prazo não deve exceder o valor de 2% mais o valor das taxas dos três Estados com melhores resultados na estabilidade dos preços.

A U. E. M. terá ainda a caracterizá-la um *Sistema Europeu de Bancos Centrais* e um *Banco Central Europeu*; não será alterada a composição das divisas que compõem o ECU e o valor deste será fixado de forma irrevogável. Para além deste aspecto das taxas de câmbio, temos ainda a introdução de uma moeda única (ECU).

Chamemos por fim a atenção para a cláusula de *opting out*, cláusula de isenção, aplicada à Inglaterra. Este Estado pode assinar o tratado da U. E. M. sem se comprometer com a moeda única.

## 2. U. E. M.: OS BENEFÍCIOS

A U. E. M. é definida no Relatório Delors por:

total liberdade de circulação de pessoas, bens, serviços e capitais; bem como paridades fixas e irrevogáveis entre as moedas nacionais e, finalmente, uma moeda única.

Os benefícios que derivam desse espaço, dessa união monetária, para as economias comunitárias, foram apresentados no estudo «One Market, One Money (4)».

---

(4) *European Economy*, N. 44, Oct. 1990.

Podemos aqui apresentar, de forma bastante geral e resumida, os benefícios que resultam da integração que se propõe alcançar uma moeda única para o espaço europeu:

- eliminação de custos de transação entre moedas e redução substancial da incerteza provocada pelas variações nominais da(s) taxa(s) de câmbio;
- a certeza do prosseguimento da estabilidade de preços através da garantia de um Banco Central independente com esse objectivo específico;
- o respeito pela estabilidade dos preços levará à redução das taxas de juro nominal e, eliminando os prémios de risco associados às taxas de juro das economias mais inflacionistas <sup>(5)</sup>, levará à redução da média das taxas de juro reais actuais;
- a existência de uma única moeda, unificadora dos diferentes espaços de troca nacionais, não poderá deixar de ser um *símbolo* do novo *poder* europeu.

### 3. U. E. M.: AS DESVANTAGENS

A lógica de desenvolvimento de uma união monetária, conduzindo ao avanço progressivo para taxas de câmbio fixas e à perda da soberania monetária, constitui o fim de duas estratégias de política de gestão da procura

Passemos também agora em revista as desvantagens que poderão ser mais sensíveis aos países que integram uma união monetária.

- o monopólio da emissão de moeda por cada Nação é pura e simplesmente eliminado — significa isto que temos a perda de um dos direitos considerado soberano dos Estados. Para além do simbolismo, devemos registar a perda de uma capacidade de influenciar o comportamento dos agentes através da escolha de taxas de crescimento da moeda e/ou da escolha de taxas de juro nominais;

---

<sup>(5)</sup> Por que razão não substituímos a designação para esta situação de «*peso problem*» por «*franc problem*»?

- a fixidez crescente das taxas de câmbio impede qualquer possibilidade de utilizar a taxa de câmbio com vista a obter efeitos sobre o consumo ou o emprego na economia.

Depois de termos passado em breve revista, benefícios e desvantagens, de uma união monetária, procuremos agora reflectir um pouco sobre o primeiro passo para essa união: a integração no *mecanismo de câmbios* do S. M. E.. Passo ainda não dado pela economia portuguesa.

#### 4. INTEGRAÇÃO DE UMA MOEDA NO M. C. do S. M. E.

Como dissemos mais acima, é condição primeira para o desenvolvimento da integração monetária que os Estados integrem o M. C. do S. M. E. . Essa entrada terá no máximo de ser feita até ao início de 1994.

As autoridades portuguesas têm optado por ficar de fora deste mecanismo e têm sido criticadas por alguns economistas que argumentam que já devíamos ter entrado, e que apontam como benefício o efeito que a certeza quanto ao objectivo de estabilidade dos preços daria aos agentes económicos. Por vezes também é dito que afinal a estabilidade da cotação do Escudo não conduz a obter proveitos de termos ficado de fora do M. C., e que resultariam de uma certa desvalorização da nossa moeda.

Este último argumento retira peso à posição que diz que devíamos entrar no M. C. — afinal um dos benefícios já está a ser alcançado. Por outro lado, a entrada no M. C. obrigaria a um acelerado na liberalização de fluxos financeiros e ao fim da *possibilidade* de utilizar uma qualquer política cambial.

Os argumentos que sustentam a posição do Governo não são apresentados com tanta insistência como os que a criticam. Por vezes somos levados a crer que a principal razão se deve aos diferenciais da taxa de inflação que são bastante consideráveis (\*).

---

(\*) Se tivermos em conta as taxas de inflação (média), realizadas e previstas (pela C. E. E.), de 1989 a 1993, chegamos ao fim deste último ano com os seguintes índices de preços: para a C. E. E. 126,29 e para Portugal 168,96 (Base 100=1988). Ou seja, em cinco anos a nossa moeda sofre uma desvalorização real face à C. E. E. de 25,3%.

Apresentemos agora alguns dos problemas que se colocam a uma economia que se decide pela integração da sua moeda no M. C. (7) do S. M. E..

A entrada no M. C. deve ser entendida como um apego a uma política de taxa de câmbio, se não fixa, pelo menos muito estável. Os próprios operadores em mercados que utilizam divisas assim o entendem, de tal forma, que em geral, aquela decisão pode levar a valorizar a própria taxa de câmbio da moeda que entra no M. C..

Em países que apenas nos últimos anos procuram liberalizar os movimentos de capitais internacionais, procuram não exercer controlos de tipo administrativo sobre os câmbios e sobre os fluxos financeiros, a relativa fixidez da taxa de câmbio acaba por acompanhar a liberalização dos fluxos financeiros entre economias e portanto o *aumento substancial da sua importância*.

Suponhamos que o país A se encontra na situação acima descrita. Como resultado de apresentar uma taxa de inflação mais elevada que a média comunitária, apresenta também taxas de juro (nominais) mais elevadas. Em face de expectativas que apontam para a estabilidade do valor externo da sua moeda, os agentes que pedem emprestado vão dirigir-se aos bancos dos países com menor taxa de inflação e menor prémio de risco. Esses montantes devem ser convertidos na moeda do país A. É obvia a pressão, fortíssima, sobre essa moeda para a sua valorização.

O país A descobre que a sua moeda se valoriza, que a sua taxa de inflação é mais elevada que a dos seus parceiros e que deverá reduzir a sua taxa de juro, ... para valores, que não são de equilíbrio em face das diferentes taxas de inflação esperadas, para manter a estabilidade do valor da sua moeda. objectivo a que se obrigou ao decidir participar no M. C..

Vejamos melhor os seus problemas. As entradas de capitais não se ficarão apenas por aqueles movimentos dos seus agentes deficitários, que necessitam de créditos para a sua actividade, a liberalização dos movimentos de capitais deverá dar origem a movimentos muito mais substanciais. A sua economia é agora um mercado aberto a todos os agentes económicos, e não apenas aos agentes nacionais... Como resposta às entradas de capitais, duas possibilidades existem.

---

(7) Argumentos que se devem a F. Giavazzi e L. Spaventa, *The New EMS, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, N. 369, Jan. 1990* e C. Goodhart, *An Assessment of EMU, The Royal Bank of Scotland Review, N. 170, June 1991*.

- Esses capitais são esterilizados, o Banco Central do país A adquire-os e em contrapartida não correspondem a aumentos das reservas livres dos bancos. Não parece muito viável esta hipótese, pelos montantes que poderão estar envolvidos.
- As entradas de capitais levam a aumentar as reservas livres dos bancos e assim a aumentar fortemente a oferta de moeda e a reduzir a taxa de juro. Ao mesmo tempo que esta redução se verifica, o Banco Central de A pode, também ele, reduzir a taxa de juro para diminuir a pressão sobre a sua moeda. A política que daqui resulta é uma política *inflacionista*.

A entrada da moeda do país A no M. C. obriga à existência de uma série de equilíbrios viáveis entre grandezas macro-económicas que à partida se sabia que não existiam. O resultado não poderia ser um milagre...

Se a economia A decide entrar no M. C. e as antecipações inflacionistas são para esta economia mais elevadas que para a média, devemos ainda chamar a atenção pra um outro problema que é obvio.

Se a economia A entra no M. C. com a taxa de câmbio actual, que estará sobrevalorizada daqui a alguns meses: a economia A cria condições de não competitividade aos seus produtores nacionais.

Se a economia A entra no M. C. com taxa de câmbio realista, tendo em conta a desvalorização prevista para um dado horizonte em que a convergência de taxas de inflação deve estar assegurada, pratica uma política deliberada inflacionista cujos efeitos dinâmicos podem afastá-la daquele mesmo processo de convergência.

Esperemos que as condições avançadas possam de alguma forma contribuir para uma melhor compreensão dos dilemas que se colocam a todas as economias A.

Passemos agora a um outro assunto importante do ponto de vista da independência das políticas económicas dos países membros de uma união monetária.

## 5. POLÍTICAS ORÇAMENTAIS: O SEU ENQUADRAMENTO

Como foi sugerido mais acima, os países participantes numa reunião monetária perdiam a liberdade de políticas de gestão da procura internas aos seus espaços Nacionais.



Ora, não podendo aplicar políticas cambiais ou monetárias independentes, e deixando a restrição da *balança de pagamentos* de existir para os países membros de uma união monetária, estes países poderão ser levados a aplicar políticas orçamentais com vista a uma gestão da procura, e políticas orçamentais que possam substituir nos seus efeitos as outras políticas que deixam de poder praticar. Por esta razão surgem as restrições à utilização das políticas orçamentais pelos países da futura união monetária.

São sobretudo duas as razões que levam a restringir a utilização desta política:

- os efeitos de contaminação de défices orçamentais e dos montantes da dívida pública elevados, de qualquer economia, sobre as taxas de juro, serão nefastos para os mercados de capitais da união monetária;
- os excessos de montantes da dívida pública poderão, em caso de crise, ter de ser suportados por todos.

Podemos contar nestes argumentos as razões para os critérios de convergência quanto à disciplina orçamental que foram apresentados mais acima.

Pensam alguns economistas que na união monetária os diferentes Estados avançarão mais rapidamente para orçamentos centrais mais importantes. A grande abertura das actuais economias, umas em relação às outras, e o seu progressivo aumento, levarão a que não seja grande o interesse de qualquer economia, isoladamente, praticar políticas de estabilização, porque os seus efeitos depressa se perderão, dispersando-se sobre as restantes. Por outro lado se as economias têm comportamentos diferentes face a acontecimentos externos à união, então um orçamento central constituiria uma espécie de seguro para cada uma delas. Nesta última hipótese apenas uma autoridade supranacional poderia conduzir uma política orçamental activa.

## 6. TRANSIÇÃO PARA A U. E. M.

Em face das condições definidas para a constituição da U. E. M., quais as actuais economias que estariam em condições de participar?

A resposta é irónica, no mínimo. Apenas a Dinamarca, a França e o Luxemburgo estariam em condições de entrar na U. E. M.. Destes três países,

a Dinamarca não poderá entrar se resolver alguns requisitos de ordem constitucional interna e o Luxemburgo não tem uma política monetária independente. Apenas a França executou uma política económica que a colocou em condições de imediata entrada na U. E. M..

Não só para a França, mas também para o conjunto dos países mais a norte da C. E. E., se chama algumas vezes a atenção para os custos elevados de um processo de transição para a U. E. M. que é lento <sup>(8)</sup>. Apesar das realizações em matéria da taxa de inflação, a França apresenta continuamente taxas de juro que incluem um prémio de risco, face à Alemanha, que insiste em se manter.

Diferencial das Taxas de Juro Reais Face à Taxa Alemã <sup>(9)</sup>

Bélgica	4.3	Austrália	3.7
França	.8	Canadá	.1
Holanda	4.1	Japão	-2.4
Itália	.8	Suécia	1.4
Espanha	.3	Suiça	-1.4
Reino Unido	.7	E. U.	-2.6
Portugal	4.8		

Como podemos ver, apesar da taxa de inflação alemã ser bastante superior à taxa de inflação francesa, 4.3% contra 2.9%, a taxa de juro real é superior na economia francesa, fazendo com que esta suporte um custo que não existiria caso aquelas economias pertencessem a uma união monetária.

Podemos também constatar naquele quadro o elevado valor das taxas de juro reais que caracterizaram as economias europeias actuais.

João Sousa Andrade  
 Professor da Faculdade de Economia  
 Universidade de Coimbra

<sup>(8)</sup> Veja-se, por exemplo, Rudiger Dornbusch, *Problems of European Monetary Integration, European Financial Integration*, ed. por A. Giovannini e C. Mayer, C. U. P., 1990, pp. 305-27.

<sup>(9)</sup> As taxas de juro nominais são as taxas de *prime lending* dos bancos comerciais em 10-2-1992; as taxas de inflação são as taxas de evolução do I. P. C. nos doze meses anteriores e referidas a Dezembro de 1991, Janeiro ou Fevereiro de 1992. Para Portugal optámos pela taxa de juro efectiva dos empréstimos concedidos em Setembro de 1991, empréstimos dos bancos comerciais até 90 dias e pela taxa de variação do I. P. C. (s/habit.) referida a um ano terminado em Setembro de 1991.

Anexo 1

A DANÇA DAS TAXAS DE JURO

Tudo levaria a crer que em face da evolução recente das taxas de inflação, as autoridades francesas conseguissem baixar as suas taxas de juro para níveis inferiores aos praticados na Alemanha.

Em 17 de Outubro de 1991 as taxas de juro praticadas pelo Banco de França, de aceitação de liquidez dos bancos e de empréstimos a estes no mercado monetário, que eram de 8.75% e 9%, foram reduzidas de 0.25 pontos.

Um mês depois, o FED (Federal Reserve Board), em 16 de Novembro de 1991, passa a sua taxa de desconto de 5% para 4.5% e a da cedência de fundos de 5% para 4.75%. Tratava-se da décima oitava vez que o FED baixava as taxas desde o início do exercício do seu actual presidente Alan Greenspan.

Em 18 de Novembro o Banco de França sobe a sua taxa de 8.75% para 9.25%, que é afinal o valor de Novembro de 1990.

O Deutch Bundesbank sobe, em Dezembro, as suas taxas. É a terceira vez desde o início do ano. A taxa Lombard passa de 9.25% para 9.75% e a taxa de desconto de 7.5% para 8%.

Em 20 de Dezembro de 1991 o FED baixa ainda mais as suas taxas. Passa de 4.5% para 3.5% a sua taxa de desconto. E antes do final do ano é a vez do D. B. passar a sua taxa de 9.25% para 9.6%.

No início do ano o FED, contrariando algumas expectativas acerca de uma nova redução das taxas de juro, limita-se a baixar as taxas de reservas obrigatórias dos bancos, esperando que as taxas de concessão dos créditos por parte dos bancos venham a baixar.

Anexo 2

INDICADORES DA CONVERGÊNCIA DA E. P.

No quadro em baixo indicamos a evolução mais recente dos indicadores que permitirão avaliar, no futuro, da nossa possibilidade de integrar a U. E. M..

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
IPC, variação anual	11.7	9.4	9.6	12.6	13.4	10.2
Défice do SPA, % PIB	8.8	9.1	7.1	4.3	6.7	5.4
Dívida Pública, % PIB	68.2	71.5	74.2	70.9	68.2	64.7

No final do ano os valores objectivo eram os seguintes:

IPC, variação anual	3.8
Défice do SPA, % PIB	3.0
Dívida Pública, % PIB	60.0
Taxas de Juro de L. P. da D. P.	11.2 <sup>(10)</sup>

---

<sup>(10)</sup> Em Portugal a taxa andava pelos 17.1%.