

## Introdução

A criação de uma União Económica e Monetária (UEM) na Europa não é um objectivo recente, pois tem vindo a ser explicitado, sob diversas formas, desde os primórdios da construção comunitária. Não obstante ter surgido como um espaço de liberalização de trocas comerciais, desde muito cedo os decisores políticos da Comunidade reconheceram a vantagem da existência de condições de estabilidade monetária e cambial na promoção do objectivo inicial de aprofundamento e consolidação da integração comercial.

Já em 1962, no programa de acção para a segunda fase do Mercado Comum, a Comissão propunha etapas para o estabelecimento de uma União Monetária até ao fim da década. Com a conclusão da União Aduaneira em 1968, e face aos sintomas do desmoronamento do sistema de câmbios fixos estabelecido em Bretton Woods, o objectivo de estabilidade cambial e monetária entre os Estados membros ganhou importância acrescida. Todavia, as condições políticas e económicas dos anos 70 não permitiram a tomada de passos decisivos no sentido da prossecução deste objectivo, a despeito de iniciativas como a «serpente monetária» e, já em 1979, o lançamento do Sistema Monetário Europeu (SME). Só nos anos 80, com a assinatura do Acto Único Europeu, e o estabelecimento do objectivo de construção de um Mercado Único de bens, serviços, pessoas e capitais, se gerou uma nova dinâmica no sentido de uma mais profunda integração das economias dos Estados membros, da qual fazia necessariamente parte a tomada de passos concretos para a criação de uma verdadeira União Monetária. O Tratado de Maastricht visou consolidar todo este processo de integração, reafirmando os objectivos de integração económica e monetária e alargando o âmbito do processo a outras áreas de carácter vincadamente político como sejam, nomeadamente, a defesa, a segurança e a política externa. O Tratado da União Europeia aponta para a criação de uma moeda única na Europa como instrumento imprescindível à vertente económica e monetária da União, definindo igualmente as condições e o calendário para a sua concretização. A criação de uma verdadeira União Monetária implica a satisfação de três requisitos fundamentais: em primeiro lugar, a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos Estados membros da União; em segundo lugar, a convertibilidade total das respectivas moedas; e, finalmente, a unificação e gestão comum das políticas monetária e cambial. Por outro lado, é indispensável que se reunam condições materiais objectivas para que, no plano técnico e teórico, se possa antecipar o sucesso da integração monetária. Para tal foram estabelecidos, no âmbito do Tratado de Maastricht, critérios relativos ao nível mínimo de convergência nominal entre os Estados membros considerado necessário ao sucesso do processo. Nesta nota procurar-se-á oferecer uma reflexão, ainda que incompleta e preliminar, sobre o que se considera serem as principais questões associadas à construção da União Económica e Monetária. Sendo indiscutível que a União Monetária potencia muitos dos benefícios decorrentes dos avanços já alcançados no contexto do processo de integração europeia, não é isenta de custos. E importante, por

consequência, que se proceda a uma avaliação crítica dos benefícios e custos esperados neste processo. Por outro lado, mesmo admitindo que se trata de um ganho líquido para os países intervenientes, interessa analisar em que medida o timing escolhido é ou não adequado dadas as condições de base das várias economias envolvidas, assim como a relevância dos critérios adoptados. Não menos importante é a discussão das implicações que a adopção de uma moeda única e, conseqüentemente, de uma política monetária e cambial comum apresenta em termos da utilização da política orçamental como instrumento de estabilização económica assim como a repartição dos compromissos orçamentais entre os Estados membros e a própria União. Finalmente, analisar-se-á, à luz das considerações anteriores, os desafios que os desenvolvimentos actuais colocam à economia portuguesa no contexto da sua integração na Europa.

### **Custos e benefícios de uma moeda comum**

Tradicionalmente argumenta-se que os principais custos de adesão a uma União Monetária resultam da perda de flexibilidade dos instrumentos de estabilização macroeconómica. A «teoria das áreas cambiais óptimas», v.g., Mundell (1961), refere que a adesão a uma União Monetária ao implicar a perda da autonomia dos instrumentos de política monetária e cambial reduz a margem de manobra dos governos nacionais em termos da prossecução de políticas de estabilização macro-económica. Por outras palavras, com a adesão a uma verdadeira União Monetária, os bancos centrais nacionais deixam de existir ou perdem a capacidade de intervenção em termos de estabilização. Conseqüentemente, sempre que um país adere a um arranjo institucional com estas características deixa de poder intervir sobre o preço da sua moeda – por via de desvalorizações ou apreciações da mesma – ou sobre a determinação da quantidade de moeda em circulação. Argumenta-se, nestas circunstâncias, que caso existam elementos de rigidez nos salários e/ou nos preços e havendo restrições à mobilidade internacional dos factores, choques diferenciados na Procura Agregada de diferentes países provocam desemprego no país em que a redução foi relativamente mais significativa. Este argumento significa que, no caso Europeu, a existência de níveis insuficientes de mobilidade factorial levará à possibilidade de geração de desemprego nos países sujeitos a choques contraccionistas caso a adopção da moeda única não seja acompanhada de suficiente mobilidade da mão-de-obra e do factor capital e de níveis suficientes de flexibilidade de salários e preços. Embora os argumentos iniciais da teoria das «zonas cambiais óptimas» tenham sido objecto de críticas importantes por autores mais recentes, v.g., Gros e Thygesen (1991), as suas conclusões essenciais mantêm-se. Em primeiro lugar, é importante reter que, apesar de manipulações da taxa de câmbio real não produzirem, em geral, efeitos reais permanentes, alterações da taxa de câmbio podem constituir um instrumento relevante e eficaz de eliminação de determinados tipos de desajustamento macroeconómico, em circunstâncias em que a utilização de outros instrumentos envolve maiores

custos em termos de produção e emprego<sup>1</sup>. Por outro lado, é pacífico que a adesão a uma União Monetária não garante a eliminação das diferenças preexistentes entre Estados membros, nomeadamente a progressão gradual para a equiparação dos níveis de desenvolvimento relativos (convergência real). Este ponto, não atenua, antes reforça reservas à adesão a uma União Monetária por via da perda de controlo directo sobre importantes instrumentos de gestão da Procura Agregada (políticas monetária e cambial). A constituição de uma União Monetária também acarreta importantes benefícios. Em primeiro lugar, uma União Monetária implica a eliminação de muitos dos custos de transacção que ainda hoje persistem potenciando os ganhos do mercado único<sup>2</sup>. Esta eliminação produz efeitos directos que se materializam uma vez ocorrida a substituição das várias moedas nacionais por uma moeda única, e também efeitos indirectos em virtude de se tornar mais difícil a prática de discriminação de preços em diferentes mercados nacionais por parte das empresas, o que não deixará de se reflectir em ganhos de bem-estar. Por outro lado, a adopção de uma moeda comum, ao reduzir a incerteza quanto à evolução dos preços no contexto do mercado integrado, implicará ganhos de eficiência no processo de afectação de recursos com impacto positivo, ainda que dificilmente quantificável, sobre o nível de bem-estar geral.

Alguns autores sustentam igualmente a posição de que, com a eliminação do risco de câmbio nas transacções entre agentes situados numa União Monetária, a sua constituição terá efeitos positivos importantes sobre o crescimento económico. Esta posição aparece reflectida, nomeadamente, no relatório «One Market, One Money» (1990), mas carece de qualificação. O abaixamento das taxas de juro, esperado numa União Monetária em que a respectiva autoridade monetária será presumivelmente um garante qualificado deste objectivo, *terá* como efeito a adopção por parte da economia europeia de uma trajectória de crescimento mais elevada. Tal será o resultado da prevalência de taxas de juro mais baixas, o que implicará uma maior acumulação de capital e o aumento da produtividade do stock de capital por trabalhador. Acontece, porém, que a redução da variabilidade das taxas de câmbio diminui o valor esperado dos lucros futuros das empresas. Ou seja, o menor risco, associado a uma menor volatilidade da taxa de câmbio tem dois efeitos de sinal contrário. Reduz a taxa de juro real — com impacto positivo e permanente sobre a trajectória de crescimento das economias envolvidas — e reduz o valor esperado da rentabilidade dos capitais investidos. Isto é, tem um efeito ambíguo sobre o investimento e, por consequência, sobre o crescimento<sup>3</sup>. Por outras palavras, há, como acima se referiu, importantes benefícios decorrentes da constituição de uma União Monetária, embora, ao contrário do que por vezes se argumenta, não seja inequívoco, quer no plano teórico, quer em função dos estudos empíricos que se conhecem, que o seu impacto sobre o crescimento dos Estados aderentes seja uma consideração importante.

De entre os benefícios da adesão económica também se poderá referir a impossibilidade de utilização indiscriminada do instrumento cambial pelos

decisores políticos em situações em que tal não se justifica numa perspectiva estritamente técnica. De facto, a experiência de muitas economias oferece exemplos de utilização sistemática de desvalorizações com consequências desastrosas em termos da estabilidade de preços e sem quaisquer resultados positivos sobre o emprego e o produto. Deve-se notar, todavia, que este argumento, embora válido, deve ser avaliado em termos precisos. Ou seja, o facto de um instrumento poder ser mal utilizado não implica necessariamente que seja óptimo não o ter à disposição. Na verdade, a impossibilidade da sua utilização para fazer face a situações inesperadas deve antes ser contabilizada como um custo de adesão a uma União Monetária.

Os argumentos atrás aduzidos permitem-nos concluir que, independentemente de se saber se os benefícios da UEM excedem os seus custos, é certo que o resultado líquido esperado não é idêntico para todos os actuais Estados membros da União. Por outras palavras, é pouco provável que a União Europeia constitua uma «União Monetária Óptima» dado que nem todos os países têm o mesmo custo em resultado da alienação de alguns dos instrumentos de estabilização macro-económica actualmente ao seu dispor. Decorre daqui ser preferível, do ponto de vista técnico, que a transição para a terceira fase da União Económica e Monetária possa prosseguir a várias velocidades, ou seja, que países que actualmente avaliam a sua adesão à unificação monetária como uma perda líquida, mantenham a opção de o fazer quando julguem reunidas as condições para tal<sup>4</sup>. Por outro lado, é também claro que os benefícios de uma acrescida integração económica e financeira serão amplificados num contexto de estabilidade nominal e que as economias que, com menos custos, podem abdicar dos instrumentos cambiais e monetários são aquelas em que os mercados de bens e de factores são mais flexíveis. Ou seja, as economias que levem a cabo, de forma mais séria, o processo de reforma estrutural com vista à flexibilização dos mercados dos bens, do mercado de capitais e do mercado de trabalho, são aquelas relativamente às quais se pode vaticinar, com elevada probabilidade, a existência de importantes ganhos líquidos em resultado da adesão à última fase da União Económica e Monetária.

Refira-se, por fim, que para além dos argumentos técnicos atrás referidos, há ainda importantes argumentos políticos que poderão em dadas circunstâncias aconselhar a adesão à UEM mesmo numa situação em que os benefícios líquidos em termos económicos não sejam positivos. No caso da União Europeia, estes argumentos serão tanto mais importantes quanto maior o número de países que, numa primeira fase, adiram à União Monetária.

## A UEM e o Tratado da União Europeia

No «Relatório Delors» relançou-se o projecto de unificação monetária da Europa tendo-se igualmente estabelecido os princípios orientadores da transição para a UEM. Optou-se então por uma estratégia gradualista em três fases, cada uma correspondendo a um dado grau de convergência e cooperação. Esta abordagem foi consagrada no Tratado de Maastricht, onde se estabeleceu, nomeadamente, a forma do processo de transição para a moeda única, assim como as condições exigidas para a sua materialização.

A primeira fase correspondeu à eliminação de controlos de capitais entre os países membros do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) e ao fortalecimento da cooperação entre bancos centrais. Após 1 de Janeiro de 1994 entrou-se na segunda fase em que, de acordo com o Tratado de Maastricht, é suposto criarem-se as condições técnicas para a passagem à fase final. No início da terceira fase – que, no texto do Tratado, terá lugar até 1 de Janeiro de 1999 –, as taxas de câmbio serão irrevogavelmente fixas, o Banco Central Europeu entrará em actividade e emitirá uma moeda comum a todos os Estados admitidos na União Monetária<sup>5</sup>. A transição para esta terceira fase é, porém, condicional à satisfação de um conjunto de critérios, ditos de convergência. De facto, para que um qualquer Estado membro possa aderir à União Monetária, é exigido que: (i) a sua taxa de inflação não exceda em mais de 1,5 pontos percentuais a média das taxas de inflação dos três países de inflação mais baixa; (ii) a sua taxa de juro de longo prazo não exceda em mais de dois pontos a taxa média dos três países de inflação mais baixa; (iii) não tenha procedido a uma desvalorização nos dois anos imediatamente anteriores à sua entrada na União; (iv) o défice público seja igual ou inferior a 3% do PIB; e (v) que a dívida pública tenha registado progressos no sentido de se aproximar de 60% do PIB. Dever-se-á notar, todavia, que estes critérios não constituem – pelo Tratado – regras rígidas. Caberá ao Conselho de Ministros, com base em parecer da Comissão, determinar que países estarão em condições de passar à terceira fase, admitindo-se, pelo menos em relação a alguns critérios, a possibilidade de alguma flexibilidade na avaliação de cada caso.

Põe-se agora a questão de se saber em que medida os critérios aprovados são ou não, do ponto de vista técnico, imprescindíveis à realização da União Monetária. No que respeita à inclusão de restrições quanto às taxas de inflação de cada país no período pré-adesão, parece claro que tal resulta da visão gradualista adoptada pelos membros da União Europeia. De facto, é tecnicamente possível a adesão de países com taxas de inflação diferenciadas a uma União Monetária caso esta seja adoptada de forma imediata<sup>6</sup>. A teoria económica ensina – e a experiência não desaprova – que países com taxas de inflação mais elevadas, ao integrarem uniões monetárias onde credivelmente se antecipa a prossecução de políticas tendentes à estabilidade nominal, podem reduzir significativamente as taxas de inflação respectivas com perdas reais pouco expressivas. Na verdade,

uma vez constituída a União Monetária, os agentes destes países tenderão a ajustar as suas expectativas para padrões mais baixos, beneficiando as respectivas autoridades económicas da credibilidade das instituições e práticas dos países com inflações mais baixas<sup>7</sup>. Num processo gradualista, há fortes possibilidades de divergências persistentes das trajectórias de evolução dos preços, o que, com câmbios fixos, cria condições para a tentação de «desvalorizações competitivas». Não se garante, portanto, a convergência das taxas de inflação. Pelo contrário, ao se pressupor uma desinflação gradual nos Estados membros durante o período transitório, não se assegura total convergência no início da terceira fase, sendo inútil, por esta razão, qualquer alargamento do período transitório com o objectivo de satisfação deste critério.

O gradualismo do processo de transição também levanta problemas à satisfação dos critérios relativos às taxas de juro de longo prazo e às taxas de câmbio. Em primeiro lugar, é difícil de assegurar a manutenção de câmbios fixos por dois anos sem que exista uma verdadeira União Monetária, uma vez que presumivelmente persistirão diferentes atitudes e políticas relativamente à condução da política monetária nos vários Estados membros. Também a persistência de «fundamentos» diferentes – diferentes taxas de inflação – dificultará a manutenção de taxas de câmbio fixas. Finalmente, deve-se frisar que a credibilidade de um arranjo como este não aumentará à medida que se aproxima a terceira fase uma vez que eventuais expectativas quanto a um realinhamento final tenderão a provocar alguma desestabilização no sistema, v.g., Begg et alii (1991).

Acresce que, a falta de credibilidade do objectivo cambial terá efeitos sobre o objectivo da taxa de juro. A convergência de taxas de juro só se verificará se se registar uma confiança crescente na fixação das taxas de câmbio. Nestas condições, afigura-se difícil a convergência de taxas de juro antes do estabelecimento da União Monetária. Por outro lado, trata-se de um critério de certa forma útil na medida em que uma vez constituída a União Monetária, havendo uma única moeda no espaço da União, registar-se-á uma convergência automática das taxas de juro<sup>8</sup>.

As condições relativas às finanças públicas são de natureza diferente, mas igualmente questionáveis do ponto de vista da teoria económica. Em primeiro lugar, é de realçar que não há qualquer justificação técnica baseada nos actuais conhecimentos da ciência económica que tenha como resultado a escolha inequívoca da quantificação dos critérios escolhida, v.g., Buitter *et alii* (1993)<sup>9</sup>. Em segundo lugar, e em termos gerais, é claro que os países devem prosseguir políticas orçamentais sustentáveis, independentemente da sua integração numa União Monetária. Por outras palavras, os requisitos de sustentabilidade das trajectórias das variáveis orçamentais são independentes do regime cambial e, *a fortiori*, da integração num espaço monetário comum<sup>10</sup>.

Conclui-se assim que os Estados membros não só optaram por uma via gradualista para a União Monetária, como impuseram, como condição necessária à sua concretização, restrições no mínimo discutíveis seguindo

critérios de estrita racionalidade económica<sup>11</sup>. Depreende-se, assim, que a especificidade do processo em que a União Europeia se encontra só poderá ser cabalmente compreendido se se aduzirem outras dimensões à sua explicação. A opção gradualista é certamente compatível com um cenário de variabilidade da vontade política dos diferentes Estados membros quanto à concretização da UEM, na medida em que pode sempre ser interpretada como um acto dilatatório relativamente a um objectivo controverso, pelo menos na esfera política. Por outro lado, uma imposição estrita de critérios dispensáveis no plano teórico corrobora de certa forma esta ilação na medida em que garante a não extensão da UEM a um grande número de Estados membros num prazo curto. De facto, mantém-se uma forte possibilidade de que o número de países admissíveis à UEM nos prazos estabelecidos para o seu início seja relativamente reduzido. Se na altura da assinatura do Tratado só três países satisfaziam os critérios de convergência, hoje esse número não se alterou de forma significativa. Não é de excluir, antes pelo contrário, que decorridos os prazos estabelecidos, o número de países em condições de satisfazer os requisitos impostos, mormente em matéria de finanças públicas, seja limitado. Nessas circunstâncias, ganharão certamente força quaisquer intenções de circunscrever a União Monetária na Europa a um núcleo duro que poderá excluir os países periféricos do Sul. Esta é, por outro lado, uma das principais questões que hoje se levantam à economia portuguesa em termos de interacção numa futura União Monetária, como se verá mais adiante.

E claro, também, que uma eventual circunscrição da União Monetária a países da «zona do marco», à França e a mais uma ou duas nações, servirá de forma muito mais adequada os interesses alemães na medida em que limitará a União a países que tradicionalmente têm seguido políticas monetárias mais próximas das da Alemanha. Este argumento tem servido de base a posições defendendo que a imposição de pré-requisitos dispensáveis do ponto de vista técnico constituiu um passo decisivo no sentido de limitar o acesso por forma a garantir que a UEM tivesse, pelo menos de início, a dimensão que mais convém aos países do «centro», *cf.* DeGrauwe (1994).

### **Finanças públicas e UEM**

A teoria sobre «zonas monetárias óptimas» estabelece a deseabilidade de centralização orçamental a nível supranacional no caso de constituição de uma União Monetária abrangendo um determinado número de Estados. Esta centralização dos procedimentos orçamentais requererá, necessariamente, a existência de mecanismos que permitam a transferência automática de recursos para regiões (países) afectados de forma particular por choques exógenos negativos. Estes mecanismos deverão ser vistos como forma de compensação pela perda dos instrumentos de estabilização monetária e cambial ao nível de cada Estado membro.

Porém, um tal arranjo pressupõe uma centralização substancial de recursos a nível dos organismos institucionais da União em detrimento dos

orçamentos nacionais, o que se encontra muito longe de corresponder à situação actualmente prevalecente na União Europeia (Quadro 1). Por outro lado, é altamente improvável que esta centralização orçamental ocorra no futuro próximo pelo que parece inevitável que a constituição da UEM preceda a concretização dos arranjos orçamentais que se afiguram indispensáveis ao seu bom funcionamento. Coloca-se, assim, a questão de qual a condução óptima das políticas orçamentais a nível nacional no contexto da constituição da União Monetária na Europa.

**Quadro 1** Centralização de impostos e despesas (%)<sup>12</sup>  
Estados federais, unitários e UE

	Rácio de concentração	
	Impostos	Despesas
Austrália (1988)	80,4	74,4
EUA (1988)	76,5	68
Suíça (1984)	61,6	55,6
RFA (1988)	70	61,9
França (1988)	91,1	89,3
EU 12 (1988) média	2,6	2,3

Fonte: Adaptado de Prud'homme (1993).

A literatura — nomeadamente a referente às «zonas cambiais óptimas» — sugere a necessidade de manutenção de níveis razoáveis de autonomia em matéria de política orçamental ao nível dos Estados membros, por forma a assegurar a manutenção de uma margem de manobra adequada em termos do controlo de instrumentos de estabilização para fazer face a eventuais choques exógenos sobre as economias respectivas. Acontece, porém, que esta visão pressupõe uma avaliação claramente optimista da possibilidade de acomodar choques exógenos por recurso a políticas orçamentais adequadas. De facto, nessas circunstâncias, a sustentabilidade de políticas orçamentais para acomodação de choques inesperados poria certamente limites à sua eficácia. Já o «Relatório Delors» explicita uma visão diferente na medida em que pressupõe a imposição de limites aos eventuais desequilíbrios das contas públicas dos Estados membros. Como se referiu anteriormente, as condições orçamentais impostas não decorrem de considerações puramente económicas. Por outro lado, ao se impedir a monetarização dos défices públicos dos Estados membros da UEM está-se, de facto, a tornar mais rígida a restrição orçamental relativa a cada país diminuindo incentivos individuais para uma menor continência orçamental.

A constituição de uma verdadeira União Monetária na Europa levanta igualmente outras questões que, a despeito da sua extrema relevância, não são consensuais e que, talvez por isso e paradoxalmente, não têm estado no centro do debate sobre a matéria. Em primeiro lugar, a futura União Monetária na Europa será concretizada com níveis baixos de centralização orçamental a nível da União. Tal implica a impossibilidade prática de instauração de mecanismos automáticos de transferência de rendimento entre regiões ou países caso ocorram choques adversos nessas regiões ou países. No caso de a mobilidade efectiva do factor trabalho entre estes permanecer relativamente reduzida, a resposta a choques assimetricamente distribuídos nos espaços da União implica uma flexibilidade de preços que não existe actualmente. Daqui decorre que o ajustamento às novas condições possa vir a revelar-se extraordinariamente penoso, sobretudo para os países em que o processo de reforma estrutural e flexibilização da economia avançou de forma mais lenta e superficial.

Acresce ainda que nada foi estabelecido relativamente à interacção entre o futuro Banco Central Europeu e os vários responsáveis pela política orçamental ao nível dos vários Estados membros. O problema transcende certamente a proibição do financiamento monetário dos vários défices, sendo necessário avançar no estabelecimento de regras transparentes e universais nesta matéria. Caso contrário, serão os peque-nos países, como Portugal, aqueles que mais dificilmente poderão proceder a ajustamentos por via orçamental sempre que o enquadramento macroeconómico específico o justifique. Por outras palavras, os governos alemão ou francês terão maior capacidade para influenciar o Banco Central Europeu a proceder a políticas acomodáticas de choques assimétricos em prejuízo da economia alemã ou francesa do que, por exemplo, o governo português. Por outro lado, a ausência de regras claras sobre estes mecanismos poderá igualmente dar azo a enviesamentos inflacionários no espaço da União.

### **Portugal e a UEM**

No actual contexto de desenvolvimento institucional e de aprofundamento da integração ao nível da União Europeia, a entrada de Portugal na UEM terá forçosamente de depender da capacidade de satisfazer os critérios de adesão, seja qual for a interpretação precisa que lhes seja dada. E hoje óbvio para todos que, no caso português, a verificação desses critérios implica um esforço de contenção orçamental apreciável dado que será necessária uma redução do défice em percentagem do PIB de quase três pontos percentuais nos dois próximos anos e uma evolução do comportamento dos preços e juros.

Deve-se notar, porém, que esta não é porventura a questão de fundo. De facto, não é opinião unanimemente partilhada que Portugal deva aderir à UEM. São óbvios no caso português, assim como em qualquer outro caso, os custos da perda de autonomia das políticas monetária e cambial assim como as restrições que a participação na UEM, pelo menos no figurino que actualmente se perspectiva, implica em termos de política orçamental. Só que

os custos de não participar serão certamente maiores até porque acrescentarão à periferia geográfica e ao estatuto de membro menos desenvolvido a minimização de peso político nos centros de decisão que inexoravelmente decorrerá da explicitação de uma integração menos pronunciada. Acresce que, para além destes argumentos - de difícil quantificação, mas certamente determinantes —, há que juntar os custos económicos da não integração monetária.

Caso Portugal não *deseje* aderir à terceira fase, ou, equivalentemente, caso a ela não seja admitido, a economia portuguesa terá de enfrentar sistematicamente custos de transacção mais elevados que os dos agentes económicos situados no espaço da União Monetária, com reflexos óbvios sobre a actividade económica de base nacional, reduzindo os benefícios da presença no mercado único de bens e serviços. Será obviamente mais difícil o aproveitamento eficaz das vantagens comparativas nacionais num contexto de livre circulação de mercadorias e serviços. Por outro lado, a própria capacidade de atracção de investimento estrangeiro será certamente muito mitigada pela acentuação do carácter periférico da localização nacional e concorrentemente pela menor estabilidade nominal que se esperará para a economia doméstica por comparação com a prevalecente no espaço integrado. Acresce ainda que o tradicional comportamento das contas públicas em Portugal torna claro o reconhecimento de que a imposição de algumas restrições sobre a sua evolução constitui um garante adicional da sustentabilidade da política orçamental.

A adesão à UEM em condições de minimização de eventuais penalizações para a economia nacional pressupõe também, como decorre da análise anterior, um aprofundamento do processo de reforma estrutural. É imprescindível a obtenção de condições que permitam uma maior flexibilidade dos preços dos bens e factores em resposta a choques reais, por forma a minimizar o custo esperado da alienação dos instrumentos de estabilização tradicionais e das restrições postas à política orçamental.

Para além da preparação da economia nacional para a criação de condições de entrada na União Monetária, o país deverá igualmente participar activamente na discussão e posterior estabelecimento dos arranjos técnicos e políticos ainda por definir. É absolutamente imperativo que uma pequena economia como Portugal consiga ver estabelecidos de forma transparente e adequada os mecanismos de articulação entre a futura autoridade monetária europeia e as necessidades dos vários Estados membros em termos de política orçamental, assim como os mecanismos de compensação necessários a uma resposta adequada a choques exógenos assimetricamente distribuídos pelos vários países da União.

Também a evolução das regras de decisão a nível da União Europeia reveste especial importância neste contexto. A perda de importância relativa dos países mais pequenos tornaria mais provável a adopção de mecanismos de compensação e regras de actuação menos favoráveis, exacerbando as eventuais diferenças de tratamento sempre que se exigisse a concretização de medidas de estabilização macroeconómica. Os próximos anos e, em

particular, 1996 e 1997, serão determinantes para Portugal. Por um lado, e independentemente da valia técnica dos critérios adoptados, terá de satisfazer as condições de adesão sob pena de exclusão. Tal será particularmente penoso se economias com as quais Portugal já se encontra especialmente integrado, como é o caso, em particular, da Espanha, forem admitidas. Por outro lado, terá de acertar ideias sobre as questões ainda abertas a discussão e ser capaz de, em concertação com os interesses que lhe são próximos, alcançar soluções que maximizem os benefícios líquidos deste novo passo da integração da economia portuguesa na Europa. Dever-se-á, finalmente, tornar claro que este processo tem vastíssimas implicações de natureza política, que deverão ser discutidas em toda a sua profundidade e não «oportunamente impostas».

## NOTAS

<sup>1</sup> Os exemplos de desvalorização seguidos pela França e Dinamarca nos anos 80 podem ser vistos como uma boa ilustração deste ponto.

<sup>2</sup> Em 1990 a Comissão Europeia estimou que estes ganhos representariam entre treze e vinte milhares *de* milhões de ECUs por ano.

<sup>3</sup> Tradicionalmente argumenta-se que a redução do risco tem efeitos positivos sobre o investimento. Porém, em rigor, a resposta da teoria económica sobre este ponto não é conclusiva, v.g., DeGrauwe (1994). Trata-se assim de uma questão empírica e, mesmo a este nível, não existem respostas inequívocas como revelam vários estudos sobre a matéria levados a cabo pelo Fundo Monetário Internacional.

<sup>4</sup> Como se tornará claro adiante, não se está a argumentar que economias como a portuguesa se devam inserir num qualquer grupo de retardatários, mas apenas que as portas se devam manter abertas, mesmo para aqueles que não estejam em condições de aderir ao calendário estabelecido.

<sup>5</sup> Do Tratado de Maastricht não resulta claro se, no início da terceira fase, as moedas nacionais serão substituídas pelo ECU ou se se manterão conjuntamente em circulação.

<sup>6</sup> Foi o que se passou, nomeadamente, com a unificação monetária da Alemanha em 1990.

<sup>7</sup> Pressupõe-se, como é óbvio, que as orientações políticas dos organismos da União serão próximas das dos países que de forma consistente prosseguiram objectivos de estabilidade de preços.

<sup>8</sup> Não haverá lugar a expectativas de valorizações ou desvalorizações, reconhecidamente uma importante fonte de diferenciais de taxas de juro.

<sup>9</sup> Na verdade, os valores escolhidos reflectem as condições da economia alemã nos anos 80 (Comissão Europeia, 1993). É trivial demonstrar que para se estabilizar a dívida pública em 60% do PIB, o défice público terá de ser 3% do PIB caso a taxa de crescimento nominal do PIB se situe em 5%. Assim, para países que cresçam a taxas mais elevadas, supondo condições de base idênticas quanto à dívida pública em percentagem do PIB, a norma imposta para o défice pecará por excessiva.

<sup>10</sup> Como se verá adiante, a existência de Uniões Monetárias coloca problemas específicos no âmbito da política orçamental.

---

<sup>11</sup> No que respeita às restrições orçamentais há certamente sobredeterminação de objectivos. Repare-se que a imposição de limites aos diferenciais das taxas de juro de longo prazo sobre instrumentos de dívida pública seriam indicador suficiente da sustentabilidade das trajectórias orçamentais seguidas.

<sup>12</sup> Os rácios de centralização de impostos (despesas) são definidos como o rácio entre os impostos (despesas) dos governos centrais (consolidados) e os impostos (despesas) dos vários níveis de estruturas governamentais. Incluíram-se contribuições e receitas da Segurança Social. Note-se que os valores para a EU 12 são inferiores aos resultados normalmente apresentados — cerca de 4% — pois reflectem o rácio face a todas as despesas e impostos dos vários níveis de governo dos Estados membros.

### REFERÊNCIAS

- BEGG, D., P. Ciappori, F. Giavazzi, C. Mayer, L. Spaventa, D. Nevan, X. Vives, C. Wyplosz, *Monitoring European Integration: The Making of the Monetary Union*, Londres, CEPR, 1991.
- BUITER, W., G. Corsetti e N. Roubini, «Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht», *Economic Policy*, 16, 1993.
- Comissão Europeia, «One Market, One Money», *European Economy*, 44, 1990.
- DEGRAUWE, P., *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, 1994.
- GROS, D. e N. Thygesen, *European Monetary Integration: From the European Monetary System Towards Monetary Union*, Londres, Longman, 1991.
- MUNDELL, R., «A Theory of Optimal Currency Areas», *American Economic Review*, 51, 1961.
- PRUD'HOMME, R., «The Potential Role of the EC Budget in the Reduction of Spatial Disparities in a European Economic and Monetary Union», *European Economy*, 5, 1993.