

Universidade Técnica de Lisboa  
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO  
**CEDIN - Centro de Estudos de Economia Europeia e Internacional**

Rua Miguel Lupi, 20 - 1200 Lisboa  
Tel: + 351.1.607099 (ext. 271) - 3953156 - Fax: + 351.1.3953155

**DOCUMENTO DE TRABALHO Nº 5/94**

***“O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU:  
PASSADO, PRESENTE E FUTURO”***

**António MENDONÇA**



***O SISTEMA MONETÁRIO  
EUROPEU: PASSADO,  
PRESENTE E FUTURO***

**António Mendonça**

Professor Associado do ISEG

Junho, 1994



## Resumo

Passa-se em revista a História do Sistema Monetário Europeu, desde os seus antecedentes mais remotos até à crise que culminou no alargamento das margens de flutuação das taxas de câmbios para  $\pm 15\%$ . Visa-se, em particular, situar os progressos em matéria de integração monetária na Europa no contexto mais vasto da integração económica, procurando destacar as influências e as condicionantes recíprocas.

Para os quinze anos de existência do actual SME é avançada uma proposta de periodização, tendo por critérios os resultados alcançados no que toca estabilidade das taxas de câmbio e as medidas adoptadas em matéria de ajustamento dos seus elementos estruturais: *período de afirmação do sistema* (Março de 1979 a Setembro de 1987); *período de estabilidade* (Setembro de 1987 a Junho de 1992); *período de turbulência e crise* (Junho de 1992 a Agosto de 1993).

O futuro do actual SME é, perspectivado no contexto da discussão de cada um dos cenários considerados como hipóteses de saída para a situação de impasse que se vive actualmente: desmembramento puro, e simples do SME; passagem imediata à terceira fase da UEM; manutenção da situação actual; formação de uma união monetária restrita; dupla ancoragem marco-ecu; reforço da cooperação monetária.

Da discussão realizada ao largo do texto fica uma conclusão mais: a de que a realização do projecto da união económica e monetária na Europa é inseparável do reforço do actual SME e dos mecanismos de regulação macroeconómica à escala da Comunidade.

### Palavras - Chave

Sistema Monetário Europeu; União Económica e Monetária; Integração Monetária

## **Abstract**

In this article we reexamine the history of the European Monetary System, from its earliest beginnings to the crisis that culminated in the decision to widen the bands for mandatory intervention to  $\pm 15\%$  from the central parities. We aim, in particular, to settle the monetary integration progress in the wider context of the economic integration, looking for reciprocal influences .

Division in to periods is proposed for the passed fifteen years of the EMS based on two criteria: attained results respecting exchange rates stability and measures taken to adjust its structural elements we underline three periods: period of implementation of the EMS (from March 1979 to September 1987); period of stability (from September 1987 to June 1992); period of turmoil and crisis (from June 1992 to August 1993).

Actual EMS future is put in to perspective in the context of the discussion about each scenary considered as an issue to the present impasse situation: EMS dismantlement; immediate passage to the third stage of the EMU; maintenance of actual situation; constitution of a restrict monetary union; double anchorage mark-ecu; reinforcement of monetary cooperation.

A major conclusion is retained: the achievement of the EMU project in Europe is inseparable from the reinforcement of both the actual EMS and the macroeconomic regulation mechanisms on a community scale.

## **Key Words**

European Monetary System; Economic and Monetary Union;  
Monetary Integration

# **O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU: PASSADO, PRESENTE E FUTURO**

## **1. Antecedentes do SME**

## **2. O Novo Sistema Monetário Europeu**

*2.1. O ecu*

*2.2. O Mecanismo das Taxas de Câmbio*

*2.4. O novo SME face à “serpente monetária”*

*2.3. Os Mecanismos de Crédito*

## **3. O funcionamento do novo SME**

*3.1. Primeiro período: a afirmação do sistema (Março de 1979 a Setembro de 1987)*

*3.2. Segundo período: a estabilidade (Setembro de 1987 a Junho de 1992)*

*3.3. Terceiro período: turbulência e crise (Junho de 1992 a Agosto de 1993)*

## **4. Que perspectivas para o futuro do SME ?**

*4.1. O desmembramento do SME*

*4.3. A passagem imediata à terceira fase da UEM*

*4.2. A manutenção da situação actual*

*4.4. A formação de uma união monetária restrita*

*4.5. A dupla ancoragem marco-ecu*

*4.6. O reforço da cooperação monetária*

## **5. Para concluir**

**Anexos**

**Bibliografia**

# O Sistema Monetário Europeu: passado, presente e futuro

António Mendonça

## *1. Antecedentes do SME*

As origens do SME remontam ao período imediatamente posterior ao fim do segundo conflito mundial, quando se tratou de pôr em marcha as regras e os mecanismos de funcionamento, acordados em Bretton-Woods, para o sistema monetário e de pagamentos internacionais. Na prática, a convertibilidade das diferentes moedas, peça fundamental deste sistema, só teve início em 1959, em resultado das debilidades económicas e carências de reservas que afectavam a generalidade dos países devastados pela guerra. O Reino Unido ainda tentou instaurar a convertibilidade da libra em 1947, a partir de um lastro de 3,7 mil milhões de dólares emprestados pelos Estados Unidos, tentativa esta que soçobrou por completo. Em poucas semanas 2/3 destas reservas foram perdidas em resultado da acção dos especuladores que viram o irrealismo do propósito e apostaram forte na desvalorização da libra. Assim, entre 1945 e 1958 apenas estavam fixadas as taxas às quais umas moedas eram convertíveis pelas outras, nunca se tendo chegado à sua realização efectiva. A convertibilidade era simplesmente teórica. Durante este período existiu ainda um forte controle de câmbios em todos os países. A procura de dólares era muito forte, sobretudo para fazer face às importações de bens de equipamento o que conduziu, como é fácil de compreender, a uma sobrevalorização generalizada das diferentes moedas em relação ao dólar americano.

O retorno à convertibilidade mútua das moedas europeias foi preparado pelo funcionamento, entre 1950 e 1958, de uma instituição designada União Europeia de Pagamentos, criada para

fazer face aos problemas de reactivação das trocas no interior do espaço económico europeu, através do funcionamento de um sistema multilateral de pagamentos. Os pagamentos e receitas de exportação dos diferentes países eram centralizados numa instituição específica, o Banco de Pagamentos Internacionais. Mensalmente verificavam-se os saldos, procedendo-se aos acertos através do pagamento em ouro ou em dólares. De início apenas uma fracção dos saldos era acertada deste modo, sendo o restante transformado em empréstimo do credor ao devedor. À medida que o processo de reconstrução se foi realizando e as reservas dos diferentes países se foram reconstituindo, foi progressivamente aumentada a fracção de ouro e de dólares utilizada nos pagamentos.

É de aceitação generalizada que a União Europeia de Pagamentos, ao levantar grande parte dos obstáculos às transacções internacionais, facilitou a recuperação das economias europeias e lançou as bases do processo de integração europeia que teria o seu início formal em 1957. Por esta altura já a situação económica e financeira dos principais países europeus havia melhorado substancialmente e a convertibilidade face ao dólar pode ser introduzida para algumas moedas que, de imediato, passaram a ser, como é óbvio, convertíveis entre si.

O período que vai do final da guerra até 1957 é conhecido como o período de "*escassez de dólares*", para o distinguir do período seguinte, que se estende até 1971 e que é designado por período de "*excesso de dólares*". É um período em que na prática o dólar funcionou como a única moeda internacional, sendo a liquidez internacional criada, fundamentalmente, através dos défices sucessivos da balança de pagamentos dos Estados Unidos. O Plano Marshall, os investimentos directos no estrangeiro, as despesas com estacionamento de tropas no exterior, a própria Guerra da Coreia, foram os principais veículos de oferta desta liquidez.

Em certo sentido, a União Europeia de Pagamentos foi a aplicação da ideia de Keynes, da União Internacional de Compensação, aos países europeus objecto de ajuda no âmbito do Plano

Marshall. Constituiu também, na prática, uma zona monetária autónoma em que circulou uma verdadeira moeda europeia, constituída pela transferência dos saldos credores no seu interior.

Todavia, ao olhar dos seus fundadores, a UEP mais não era do que uma organização transitória destinada fundamentalmente a favorecer a supressão das contingências e a preparar a entrada efectiva dos países europeus no SMI. A questão de um Sistema Monetário Europeu autónomo ainda não se encontrava na ordem do dia. Pelo contrário, o sistema da UEP foi sendo progressivamente endurecido, até deixar de prever crédito automático.

O facto de persistir a divisão entre países sistematicamente credores e países sistematicamente devedores e de os primeiros, com a RFA à cabeça, terem todo o interesse, e colocado o seu empenho, no rápido regresso à convertibilidade geral das moedas, levou ao abandono do sistema, em Dezembro de 1958. Este abandono foi, por sua vez, preparado pelo Acordo Monetário Europeu, firmado em 5 de Agosto de 1955 pelos países da Organização Europeia para a Cooperação Económica (OECE), a organização criada para gerir o plano Marshall e que daria lugar mais tarde à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

O Acordo Monetário Europeu veio consagrar o reconhecimento completo do dólar como moeda internacional. Os seus instrumentos fundamentais eram os seguintes:

- a) Um mecanismo de compensação multilateral gerido pelo Banco de Pagamentos Internacionais para a regularização dos saldos bilaterais de pagamentos dos países cujas moedas continuavam numa situação de inconvertibilidade.
- b) Um Fundo Europeu com o objectivo de conceder créditos a curto prazo (2 a 3 anos) a partir de 1962;
- c) Cláusulas relativas à estabilização das cotações das taxas de câmbio das partes contratantes:
  - fixação de um preço de compra e de venda para o dólar em cada moeda;
  - fixação das margens de flutuação de cada moeda face ao dólar;

- determinação das taxas de câmbio fixas multilaterais a partir do cruzamento das taxas fixas face ao dólar;
- estabelecimento da maioria das margens de flutuação das moedas dos países contratantes face ao dólar em 0,75% (inferior à margem fixada pelo FMI que, como se sabe, era de 1%);
- fixação, em consequência do disposto no parágrafo anterior, das margens de flutuação de umas moedas dos países contratantes face às outras em 1,5% (o dobro das existentes face ao dólar).

Note-se que a fixação da possibilidade de flutuação de uma moeda europeia face às outras, num nível duplo da existente entre cada uma delas e o dólar, só por si, dava prioridade à procura do dólar como activo de reserva internacional, em resultado do risco inferior que lhe estava associado.

Com o ano de 1959, começa a funcionar em pleno o sistema monetário internacional, sob hegemonia do dólar, tal como havia sido definido em Bretton-Woods. Mas, ao mesmo tempo, iniciava-se um processo de acumulação de tensões que haveria de levar à crise monetária do final dos anos 60 e à derrocada do sistema em Agosto de 1971. Entrava-se no período de "*excesso de dólares*".

Como se disse atrás, pelo Acordo Monetário Europeu cada moeda integrante podia variar num máximo de  $\pm 0,75\%$  em relação à sua paridade dólar. Isto fazia com que duas moedas europeias que estivessem situadas em extremos opostos das suas variações face ao dólar (uma apreciada, outra depreciada) pudessem variar entre si num máximo de 3%, ou seja, o dobro daquilo que podiam variar face ao dólar. Isto dava uma maior liquidez à moeda americana dado que o risco de câmbio que a sua detenção implicava, era duas vezes menor.

Impunha-se, assim, a criação de um mecanismo que limitasse as variações das moedas europeias entre si como forma de garantir a sua procura como activo de reserva. O mecanismo que foi proposto na altura foi o da flutuação conjunta das moedas europeias face ao dólar - a chamada *serpente monetária*, no interior de um *túnel* delimitado pelas margens de flutuação face

ao dólar. A largura do túnel seria a da margem de flutuação em relação ao dólar, ou seja, 1,5%. A largura da serpente seria a da margem intracomunitária, igualmente de 1,5%.

A *serpente no túnel* assim foi baptizado este mecanismo complexo que apontava já para acções coordenadas de intervenção por parte dos bancos centrais europeus no sentido de limitar a variação conjunta das respectivas moedas face ao dólar para lá dos limites do túnel.

Pensava-se então que esta flutuação conjunta das moedas europeias face ao dólar faria sobressair a "personalidade monetária" da Comunidade e seria um primeiro passo em direcção a uma política monetária comum face ao resto do mundo. Para alguns, todavia, estas propostas eram consideradas prematuras enquanto não se avançasse concretamente, no seio da Comunidade, para a harmonização das políticas económicas. Estava-se então em 1970, numa altura em que as dificuldades monetárias a nível internacional se estavam a agravar e, portanto, em que mais se fazia sentir a necessidade da autonomia europeia face ao dólar americano.

O ano de 1970 deve, aliás, ser considerado um ano importante em matéria de integração monetária na Europa.

Em Janeiro o Conselho adopta a maior parte das propostas constantes do chamado "*primeiro plano Barre*" que havia sido elaborado no âmbito da Comissão, para dar seguimento ao *plano de acção* que havia sido proposto pelo primeiro-ministro do Luxemburgo Pierre Werner, no início de 1968. Este plano de acção avançava já com a fixação irrevogável das paridades entre as moedas europeias, a definição de uma unidade de conta e a criação de um Fundo Monetário Europeu.

O "*Plano Barre*" - Barre era então vice-presidente da Comissão -, não vai tão longe mas propõe, contudo, para além de um alargamento dos processos de consulta prévia e de um reforço da convergência entre as economias, o estabelecimento de um mecanismo comunitário de apoio monetário a curto prazo e de ajuda financeira a médio prazo, a submissão das decisões de alteração de paridades a acordo prévio (e não apenas à consulta) dos outros

países membros e o exame da possibilidade de supressão completa das margens de flutuação entre moedas europeias. Estas propostas, com excepção da que dizia respeito ao mecanismo de auxílio financeiro a médio prazo, foram na sua generalidade objecto de aprovação na reunião do Conselho de Ministros da CEE em Janeiro de 1970, criando-se assim o quadro legal e institucional necessário para o avanço no processo de integração monetária na Europa, já na perspectiva de uma União Económica e Monetária por etapas.

As propostas de Werner, juntamente com o Plano Barre devem ser considerados como a primeira grande delineação do que viria a ser o actual Sistema Monetário Europeu.

Em Fevereiro desse mesmo ano, numa reunião dos Ministros das Finanças chega-se a um acordo bastante geral sobre os objectivos a atingir, no final de um período máximo de dez anos, de transição para a União Económica e Monetária. Subsistem, no entanto, divergências importantes sobre as reformas a introduzir neste período de transição, pelo que se decide encarregar um grupo de trabalho presidido por P. Werner, de preparar um relatório sobre a melhor forma de ultrapassar as divergências. Estas divergências eram, no fundo, aquelas que acabariam por acompanhar todo o processo de integração monetária: de um lado “os economistas” defendendo a prioridade à coordenação das políticas económicas e à convergência das economias, como condição prévia indispensável ao sucesso da união monetária; do outro, os “monetaristas”, defendendo a prioridade à integração monetária como condição para os sucessos em matéria de coordenação de políticos e de convergências económicas. É no contexto das discussões produzidas neste âmbito, aliás, que é avançada a proposta da “*serpente no túnel*”.

Com a versão final do “Relatório Werner”, submetida ao Conselho e à Comissão Europeia em 8 de Outubro desse ano, aclara-se a ideia do projecto de União Económica e Monetária em que a integração monetária se deveria realizar em paralelo com a convergência das políticas económicas. Defende-se a título experimental, e numa primeira fase, a redução das margens de

flutuação entre as moedas europeias, não se deixando de referir que a completa liberdade de movimento de capitais deve constituir o primeiro passo para a fixação irrevogável das paridades. É também neste contexto que é proposta a criação de um *Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM)*, com o objectivo de assegurar a gestão dos mecanismos de apoio monetário a curto prazo e de assistência financeira a médio prazo que haviam sido aprovados no Conselho de Janeiro desse ano.

Na reunião do Conselho de Ministros de 22 de Março de 1971 chega-se a acordo relativamente à prossecução da União Económica e Monetária. Adopta-se uma resolução que prevê a união por etapas e especifica os princípios de acção para a primeira dessas etapas com um horizonte temporal de três anos. Entre estes princípios figuram a entrada em vigor de um mecanismo de apoio financeiro a médio prazo (cuja aprovação tinha ficado em suspenso anteriormente) e a redução progressiva, prevista para começar em 1 de Junho de 1971, das margens de flutuação entre as moedas europeias.

Todavia a intensificação da crise monetária a nível internacional vem impedir a aplicação deste segundo princípio. Ao contrário de tudo o que tinha sido definido, o marco e o florim são postos a flutuar face ao dólar, ao mesmo tempo que, para fazer face à especulação internacional, então desencadeada, os países da Comunidade decidem introduzir controles aos movimentos de capitais.

A crise monetária tem um ponto culminante em 15 de Agosto de 1971 com o anúncio da suspensão da convertibilidade do dólar pelo então Presidente Richard Nixon. Como consequência, os demais países ficam desvinculados da obrigação de manter as paridades das suas moedas face ao dólar dentro dos limites convencionados, o que vem trazer complicações adicionais ao processo de integração monetária na Europa. Com efeito, os países do Benelux propõem ao Conselho, de 19 de Agosto desse mesmo ano a manutenção das antigas margens de flutuação intracomunitária e a flutuação conjunta face ao dólar. Não tendo obtido a adesão dos outros membros o Grupo decide adoptar o sistema apenas

entre si, o que veio a constituir, na prática, a primeira versão da *serpente* proposta um ano antes. Em relação a outros países, a Alemanha continuou a deixar flutuar livremente o marco, o mesmo acontecendo com a Itália e a lira. A França organizou um mercado duplo de câmbios, ao mesmo tempo que reforçou o controle sobre todas as transacções neles efectuadas.

Em 17 e 18 de Dezembro de 1971, para tentar estabelecer alguma ordem no Sistema Monetário Internacional, os ministros do "Grupo dos Dez" reúnem-se em Washington no *Smithsonian Institute*, naquilo que ficaria, na História, como a derradeira tentativa de salvar o sistema de câmbios fixos definido em Bretton-Woods.

Nessa reunião fica acordado uma nova grelha de paridades face ao dólar que se havia desvalorizado em 8,57% face ao ouro (a onça de ouro passa de 35 para 38 dólares). Ao mesmo tempo decide-se ampliar as margens de oscilação das taxas de câmbio em torno das paridades centrais de  $\pm 1\%$  para  $\pm 2,25\%$ .

### Quadro 1

Nova Grelha de Paridades Definidas em  
17-18 de Dezembro no Smithsonian Institute

Moeda	Paridade Central	Novos Limites Superior e Inferior		Varição em Relação ao Dólar
Marco Alemão	3,2225	3,293	3,150	+13,6%
Franco Belga	44,8159	45,8250	43,8075	+11,6%
Florim Holandês	3,2447	3,3175	3,171875	+11,6%
Franco Francês	5,1157	5,2310	5,0005	+8,6%
Libra Esterlina	2,60571 *	2,54971*	2,6643*	+8,6%
Lira Italiana	581,50	594,6	568,4	+7,5%

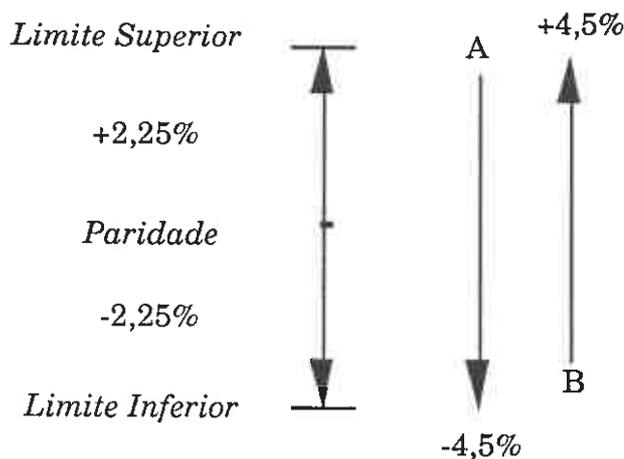
\* Cotação ao certo (1 libra=x dólares)

FONTE: Banco de Pagamentos Internacionais, 42º Relatório Anual, Junho de 1972, p.33

Nos meses imediatos, a seguir aos acordos do Smithsonian Institute, a situação é avaliada de forma positiva parecendo que o sistema de câmbios saído de Bretton-Woods seria susceptível de ser mantido, embora flexibilizado no seu funcionamento. Todavia, o sistema assim reformado não era isento de problemas.

A decisão de ampliação das margens de flutuação veio agravar ainda mais o problema da variação conjunta das moedas europeias face ao dólar. A amplitude máxima da variação conjunta face ao dólar era agora de 4,5% (máximo de apreciação para uma moeda + máximo de depreciação para a outra) e, em resultado disto, a amplitude de variação entre as duas moedas europeias podia ir até 9% (supondo que uma passa do seu limite superior ao inferior (A) e a outra faria o movimento inverso (B), de acordo com o esquema em baixo apresentado).

#### *Amplitude Máxima de Variação Conjunta Face ao Dólar*



Flutuações de tão grande amplitude colocavam, como é óbvio, grandes dificuldades à prossecução das políticas internas comunitárias e, em particular, dificultavam imenso a aplicação da PAC, como se sabe bastante dependente da estabilidade das taxas de câmbio entre as moedas da Comunidade. Para além disso, a

suspensão da convertibilidade do dólar e a sua desvalorização vieram reforçar o desejo dos países europeus de diminuir a sua dependência face à moeda americana. Criaram-se, assim, condições objectivas e subjectivas para uma tentativa de relançar o processo de integração monetária na Europa.

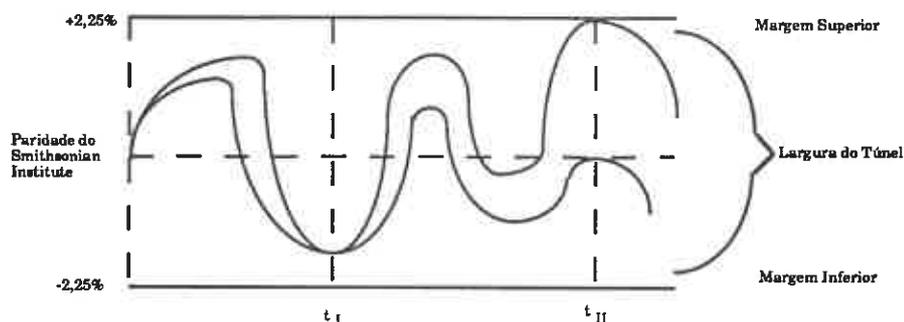
Em 10 de Abril de 1972 consuma-se o acordo entre os seis bancos centrais dos países membros da Comunidade - que ficou conhecido por "*Acordo de Basileia*" - que vem criar o mecanismo da "*serpente no túnel*". Trata-se de uma auto limitação no plano das flutuações das moedas europeias, - as comunitárias mais as dos países candidatos à entrada, Reino Unido, Irlanda, Dinamarca e Noruega (que não viria a integrar, como os demais, a CEE em 1 de Janeiro de 1973, em consequência do resultado negativo do referendo realizado em Setembro de 1972) - que se vem somar ao compromisso mais geral firmado no *Smithsonian Institute*.

Nos termos do Acordo de Basileia:

- a) o desvio instantâneo em relação à paridade das cotações de duas quaisquer moedas dos países da CEE fica limitado a 2,25% (para as moedas do Benelux mantem-se o desvio de 1,5%);
- b) a flutuação conjunta de duas moedas relativamente ao dólar fica limitada a 4,5% (a largura do túnel);
- c) as intervenções com vista a manter as moedas europeias na "serpente", são feitas em moedas europeias enquanto que as intervenções para manter à "serpente no túnel" são realizadas em dólares;

Graficamente as obrigações assumidas podem representar-se do seguinte modo:

### *A Serpente no túnel*



A flutuação conjunta deveria permanecer entre as margens do túnel. A amplitude desta flutuação era medida dia a dia comparando o desvio face ao dólar da moeda mais forte com idêntico desvio da moeda mais fraca (as outras, evidentemente estão dentro da serpente). Nos casos extremos poderia haver uma idêntica taxa de variação de todas as moedas comunitárias face ao dólar (como na situação correspondente a  $t_I$  em que a "serpente" se torna filiforme). Ou então a diferença entre as taxas de variação poderia corresponder ao máximo definido de 2,25% (como na situação correspondente a  $t_{II}$  em que a "serpente" atinge a sua largura máxima).

O acordo estabelece ainda que as intervenções dos bancos centrais devem ser feitas nas margens e não no seu interior. Relativamente à manutenção na "serpente" estabelece-se que a regularização dos saldos devedores - quando um país não disponha da moeda do país credor - seja feita com recurso às reservas, de ouro, de direitos especiais de saque ou de dólares, de acordo com a proporção em que cada uma destas componentes está presente na totalidade dessas mesmas reservas.

A 1 de Maio de 1972, a libra esterlina, a libra irlandesa e a coroa dinamarquesa juntam-se à "serpente".

Esta "serpente" teve, contudo, uma vida curta e atribulada. Por um lado, o conjunto dos seus dispositivos técnicos revelou-se complexo e oneroso. Por outro lado, a degradação da situação

económica geral não criou propriamente as condições para o desenvolvimento da solidariedade necessária ao funcionamento dos mecanismos acordados. Assim, a libra esterlina e a libra irlandesa saiem quase logo a seguir, em 23 de Junho, no seguimento de fortes movimentos especulativos sobre o dólar. A coroa dinamarquesa sai da "serpente" a 27 de Junho para regressar a 10 de Outubro.

Ainda durante o mês de Outubro e em plena crise estabelecida, os seis reafirmam, na Cimeira de Paris, a sua vontade de "realizar de forma irreversível, a União Económica e Monetária. Tratou-se apenas de uma declaração de intenções já que ela não teve consequências práticas, a não ser a criação do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM), cuja decisão havia já sido tomada pelos Ministros das Finanças em Setembro de 1972.

Mas as dificuldades não param. A 20 de Janeiro de 1973, e culminando um processo de degradação das relações económicas com o exterior e de fortes actividades especulativas, as autoridades italianas, seguindo o exemplo da França e da Bélgica, decidem a criação de um duplo mercado para a lira, procurando assim dar resposta à hemorragia da sua moeda. Passa a existir a "lira financeira", com curso determinado pela oferta e pela procura, e a "lira comercial" com curso determinado pelas regras da serpente. Três semanas depois, a 13 de Fevereiro, a "lira comercial" é libertada também do acordo comunitário entrando num regime de flutuação controlada. Ainda na Europa, mas fora da Comunidade, refira-se a decisão da Suíça, a 23 de Janeiro de 1973, de deixar flutuar o franco, num contexto em que se intensificam as vendas especulativas de dólares, na convicção de que esta moeda se encontrava sobreavaliada.

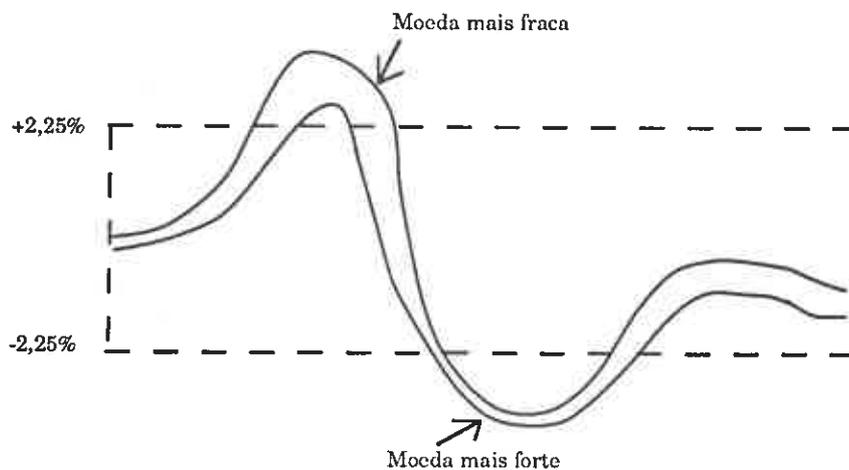
Também a 13 de Fevereiro de 1973 é a vez dos Estados Unidos cederem, desvalorizando o dólar em 10% face aos Direitos de Saque Especiais (1USD = 0,828948DSE contra 1USD = 0,921053 DSE anteriormente). O preço oficial do ouro passa de 38 para 42,22 dólares a onça.

Pela segunda vez, em pouco mais de 1 ano (desde os acordos do Smithsonian Institute de Dezembro de 1971) as autoridades

americanas decidem unilateralmente a modificação da paridade do dólar, pressionadas pelos fortes défices da sua balança de pagamentos. Ante a incapacidade de dar resposta de forma racional e coordenada a este aprofundamento da crise monetária internacional, as autoridades dos países mais importantes decidem encerrar os mercados cambiais entre 1 e 18 de Março.

É neste intervalo de tempo, mais concretamente em 12 de Março, que as autoridades da CEE, decidem uma nova estratégia que entra em vigor a 19 de Março. O marco é revalorizado em 3%, para facilitar a coesão monetária no seio da CEE. Por outro lado, dá-se vida à chamada "segunda serpente europeia", e que é integrada pelo marco alemão, franco francês, coroa dinamarquesa, e pelas moedas dos países do Benelux. Mantem-se o compromisso da flutuação conjunta (nos casos de existência do duplo mercado de câmbios o compromisso só se aplica ao mercado comercial) dentro dos limites de  $\pm 2,25\%$  face ao novo arranjo de paridades no seguimento de revalorização do marco. A novidade reside na abolição do "túnel": os bancos centrais aderentes deixam de ser obrigados a intervir nas margens da moeda americana.

### *Segunda Serpente Europeia*



A comparação gráfica das duas serpentes evidencia as diferenças. As duas paralelas a tracejado representam as margens do túnel agora abolido. A serpente pode ultrapassar as margens,

mas a sua largura, medida pela diferença entre as variações face ao dólar da moeda mais forte e da moeda mais fraca, não pode ultrapassar os 2,25%. Ou seja, o compromisso fica apenas para as moedas comunitárias que decidem integrar a serpente. Em relação à libra inglesa, à lira italiana e à libra irlandesa aceita-se a sua flutuação livre, com o compromisso de os três países entrarem para a serpente tão cedo quanto a sua situação económica o permitisse.

A vida desta segunda serpente também não foi fácil. Ela rastejou (é o termo adequado) num contexto internacional de "flutuação controlada" em que as próprias autoridades americanas se comprometeram, em princípio, e pela primeira vez no pós-guerra, a intervir em defesa do dólar, utilizando linhas de crédito entre bancos centrais. Antes seguiam aquilo que se designava por *benign neglect politics*, ou seja, mantinham-se alheadas do problema. Mas ao mesmo tempo aumentaram as divergências no seio da CEE, com a Alemanha a demarcar-se progressivamente da simetria das obrigações. Tudo isto num contexto de profundas divergências sobre os novos arranjos a dar ao sistema monetário internacional, no seguimento da derrocada mais que evidente do sistema de Bretton-Woods.

Em Junho de 1973 o marco sofre nova revalorização (5,5%) e em Outubro produz-se o acontecimento que serviu de "bode expiatório" para tudo o resto: o primeiro choque petrolífero. A crise monetária desemboca numa crise económica geral e multiplicam-se as entradas e saídas da serpente, a competição cambial, as restrições de diversa natureza à circulação de capitais. Enfim, um quadro de anarquia geral que bem pouco tinha a ver com os princípios da União Económica Monetária, tantas vezes reafirmados ao longo dos anos.

Entre 1973 e 1977 pode dizer-se que os progressos no sentido da integração monetária na Europa são praticamente inexistentes, apesar de diversas propostas no sentido de manter a serpente, de a flexibilizar e, inclusive, de a alargar ao conjunto das moedas europeias.

A nível do sistema monetário internacional destaque-se a

realização em Janeiro de 1976, em Kingston, na Jamaica, de uma reunião do Comité Interino do Conselho de Governadores do FMI, em que é introduzida uma segunda emenda aos estatutos do FMI, legalizando a prática existente de flutuação generalizada das moedas sob a forma de um novo regime designado de flutuação controlada (*managed float*). Foi a machadada final no sistema de Bretton-Woods.

Seria preciso esperar até 27 de Outubro de 1977 para ouvir de novo, na voz do então Presidente da Comissão, Roy Jenkins, em discurso pronunciado em França, a defesa do processo de integração monetária como a melhor via para proporcionar a recuperação económica na Europa.

É no seguimento das ideias defendidas neste discurso que no Conselho Europeu de Copenhaga, de 7 de Abril de 1978, o chanceler Helmut Schmidt e o Presidente Giscard Destaing lançam a ideia da criação de um novo Sistema Monetário Europeu, no qual deveriam participar todos os países da Comunidade. O processo que se seguiu foi rápido.

Em Junho de 1978, o Conselho Europeu de Bremen aprova oficialmente a iniciativa franco-alemã e encarrega os ministros das finanças de elaborarem um sistema baseado numa unidade monetária europeia. São igualmente definidos os grandes objectivos deste novo sistema monetário europeu:

- a criação de uma zona de estabilidade monetária externa e interna na Europa (com baixos níveis de inflação e taxas de câmbio estáveis);
- a constituição de um quadro para uma maior cooperação das políticas económicas dos Estados-membros, a fim de se conseguir uma maior convergência em termos de resultados económicos, bem como o crescimento do emprego;
- a obtenção da estabilidade monetária global através de políticas comuns relativamente a moedas terceiras e da repartição do impacto de choques monetários externos por todas as moedas participantes.

A 5 e 6 de Dezembro de 1978, o Conselho Europeu de Bruxelas

adopta as modalidades de funcionamento do sistema. Por fim, a 13 de Março de 1979 entra em funcionamento o novo Sistema Monetário Europeu.

## **2. O Novo Sistema Monetário Europeu**

O Novo Sistema Monetário Europeu - assim se designou esta nova tentativa de aumentar a margem de manobra das autoridades monetárias europeias face ao dólar através da criação de um espaço monetário europeu autónomo - estruturou-se em torno de três elementos fundamentais: uma “unidade monetária europeia”, designada de ecu (European Currency Unit), um “mecanismo cambial e de intervenção”, também designado de Mecanismo das Taxas de Câmbios (MTC) e um conjunto de mecanismos de crédito de curto e médio prazo.

### **2.1. O ecu**

O ecu acabou por ser uma *unidade monetária compósita*, isto é, uma unidade monetária de conta constituída por um cabaz de determinados montantes de cada moeda comunitária, tendo em atenção a importância económica relativa de cada um dos países (sobre a composição do ecu ver anexo 1).

Com a criação do ecu procurava-se, fundamentalmente, assegurar a realização de quatro objectivos fundamentais, considerados indispensáveis à concretização de uma zona de estabilidade monetária.

Em primeiro lugar a constituição de um numerário para fixação das chamadas *cotações-centrais bilaterais* das moedas europeias participantes no mecanismo das taxas de câmbio. Aparecia como um substituto do dólar enquanto referência para a fixação de paridades, referência esta que, como se disse, havia cessado formalmente em 1976 na Conferência de Kingston na Jamaica. Era o retorno a um sistema de paridades fixas, ainda que limitado ao espaço comunitário e, por esta via, a tentativa de criar um quadro de referências cambiais estáveis, julgado necessário ao prosseguimento e aprofundamento das políticas de

integração económica na Europa.

Em segundo lugar, tinha-se por objectivo a constituição de uma unidade de referência para o estabelecimento e funcionamento de um chamado *Indicador de Divergência* e que deveria constituir, no quadro do mecanismo das taxas de câmbio, um orientador para as acções de intervenção das autoridades monetárias na defesa das paridades. Era suposto igualmente, que este indicador de divergência, na medida em que, pela primeira vez, permitia que se detectasse a responsabilidade relativa das diferentes moedas comunitárias nos processos de afastamento relativamente às cotações centrais fixadas, forçaria a uma intervenção de conjunto e articulada das diferentes autoridades monetárias nos mercados cambiais e, desta forma, dificultaria ou mesmo impediria que se gerassem processos cumulativos de intervenção divergentes que, no passado, haviam gerado a instabilidade monetária.

Em terceiro lugar visava-se a instituição de um denominador comum para as operações realizadas, quer no âmbito do mecanismo das taxas de câmbio, quer no âmbito dos mecanismos de crédito. Desta forma os bancos centrais credores e devedores passavam a correr o risco de sofrer, no valor em moeda nacional dos seus créditos ou débitos definidos em ecus, as consequências das medidas tomadas por outras autoridades monetárias, enquanto que antes cada país era o único responsável pelas taxas de conversão da sua moeda. Procurou-se, assim, com a realização das operações de intervenção e de crédito em ecus, introduzir a noção e também a prática de repartição comunitária do custo associado ao risco câmbio.

Finalmente, o quarto objectivo visava a criação de um meio de reserva e de pagamento entre as autoridades monetárias da comunidade europeia. O ecu deveria servir principalmente para regularizar as dividas resultantes de intervenções em moedas comunitárias, com a reserva de que nenhum banco central seria obrigado a aceitar ecus em pagamento do seu crédito num valor superior a 50% deste. Tendo em atenção as regras definidas para a criação e utilização do ecu, designadamente a prática dos créditos cruzados renovada todos os meses e descruzada todos os

dois anos, a sua existência teria sempre, nestas condições, um carácter precário não podendo nunca adquirir plenamente o estatuto de activo de reserva e instrumento de pagamento, previsto apenas para uma fase posterior, já no quadro da UEM.

## 2.2. O Mecanismo das Taxas de Câmbio

O Mecanismo das Taxas de Câmbio (MTC) constitui verdadeiramente o sistema nervoso do SME e era suposto vir a funcionar como o embrião do grande objectivo da moeda única e da política monetária comum. Tal como ficou estabelecido, o MTC comporta dos elementos fundamentais.

O primeiro baseia-se na existência de paridades bilaterais entre as moedas do sistema, designadas de *cotações - centrais bilaterais*, em torno das quais se fixaram limites bilaterais de flutuação de  $\pm 2,25\%$  (a chamada *banda estreita*) podendo em casos particulares ser de  $\pm 6\%$  (a chamada *banda larga*) - foi o caso da lira italiana desde o início até Janeiro de 1990 e da peseta, da libra e do escudo, desde a adesão ao MTC até à crise da SME de 1992 que culminou com o alargamento dos limites bilaterais de flutuação para  $\pm 15\%$ .

Cada banco central participante deste mecanismo compromete-se a manter a evolução das taxas de câmbio face às outras moedas dentro dos limites fixados, através da intervenção nos mercados de câmbios, da modificação das taxas de juro ou de outras medidas. Estas acções têm um carácter obrigatório e devem ser feitas em toda a extensão necessária ao cumprimento dos objectivos fixadas em matéria de flutuação bilateral. São possíveis ainda modificações de paridades, os chamados realinhamentos, desde que por decisão unânime dos ministros das Finanças e no quadro de um processo comunitário em que participam igualmente os governadores dos bancos centrais e a Comissão.

O segundo elemento é complementar do primeiro e tem por função o estabelecimento de uma base objectiva de informação para uma intervenção comum e articulada nos mercados cambiais - é o denominado *Indicador de Divergência*. Indica em que medida uma determinada moeda se aproxima do seu desvio máximo, o

que é feito calculando a percentagem da diferença entre a cotação de mercado e a cotação central do ecu nessa moeda face a esse mesmo desvio.

É esta percentagem que constitui o indicador de divergência e quando atinge o valor de 75%, a moeda em causa encontra-se no chamado *limiar de divergência* (para ver o modo como se constroi o indicador de divergência veja-se anexo 2). Quando uma moeda ultrapassar o seu *limiar de divergência*, resulta daí o pressuposto de que as autoridades em causa irão corrigir a situação, podendo socorrer-se dos seguintes instrumentos:

- a) intervenções diversificadas;
- b) medidas de política monetária interna;
- c) modificações de cotações - centrais;
- d) outras medidas de política económica;

Ficou igualmente estabelecido que, no caso destas medidas não serem tomadas, deveriam ser dadas explicações às restantes autoridades monetárias, designadamente no decurso da “concertação entre os bancos centrais”. Em caso de necessidade seriam realizadas consultas nas instâncias comunitárias apropriadas, inclusive o próprio Conselho de Ministros.

Deste modo, o indicador de divergência deveria constituir uma base objectiva de desencadeamento de um processo de consultas entre as autoridades monetárias dos diferentes países. Por outro lado, ao permitir identificar a moeda que mais se afasta da média das outras indica mais claramente onde se situam as responsabilidades o que, em princípio, deveria conduzir a uma repartição mais equitativa dos custos de ajustamento.

### 2.3. Os Mecanismos de Crédito

O terceiro elemento do SME é constituído pelo conjunto de mecanismos de crédito.

O primeiro mecanismo é designado de *financiamento a muito curto prazo* e destina-se a financiar as operações de intervenção nos mercados de câmbios. Como é obvio destina-se apenas aos

países que participam no mecanismo das taxas de câmbio. As operações são contabilizados em ecus e têm a duração de 45 dias, renováveis automaticamente por três meses.

O segundo mecanismo denomina-se *apoio monetário a curto prazo* e destina-se a financiar défices temporários das balanças de pagamentos, causados por dificuldades imprevistas ou por divergências nas evoluções conjunturais das economias dos países da Comunidade. Têm acesso a este financiamento todos os países membros do SME, sendo normalmente realizado na moeda do banco central que o concede, ou em ecus se o apoio for atribuído sob a forma de prolongamento de uma dívida contraída no âmbito do financiamento a muito curto prazo. Tem a duração de três meses podendo ser renovável por dois períodos de três meses.

O terceiro mecanismo denomina-se *apoio financeiro a médio prazo*. É atribuído por decisão do Conselho ao país que tiver dificuldades graves na sua balança de pagamentos. Pode ter uma duração compreendida entre 2 a 5 anos, é concedido em ecus e a ele têm acesso todos os países aderentes ao SME. Constitui ainda uma ajuda financeira condicional na medida em que o país que dela beneficia deve subscrever determinados compromissos de natureza económica e monetária.

Todos estes mecanismos de crédito não são propriamente uma criação do novo sistema monetário europeu. De uma forma ou de outra já existiam desde 1970, altura em que ficou acordado instituir entre os bancos centrais dos Estados-membros da CEE um sistema de apoio monetário a curto prazo a que se seguiu em Março de 1971, a criação de um mecanismo de apoio financeiro a médio prazo. Com o SME estes mecanismos foram reforçados, viram os seus objectivos melhor definidos e passaram a ser denominados em ecus, actuando assim como um lastro de apoio ao funcionamento eficaz do mecanismo das taxas de câmbio.

#### *2.4. O novo SME face à "serpente monetária"*

Como se viu, as decisões do Conselho Europeu de Bruxelas de Dezembro de 1978, de criar um novo sistema monetário europeu, visavam dar um novo e sustentado alento à cooperação monetária



na Europa que “rastejava” - é este o termo adequado à situação que então se vivia - no quadro do débil funcionamento da “serpente”. Para alguns, todavia, tudo não passava de uma operação de cosmética, tratando-se, no fundo, de um alargamento da “serpente” e da adopção para esta de uma nova designação.

A participação no SME continuava a ser voluntária, e se bem que a França, a Itália e a Irlanda se tivessem juntado aos outros membros da serpente (a RFA, a Dinamarca e os países do Benelux), a Grã-Bretanha tomou a decisão de não aderir ao mecanismo das taxas de câmbio, ou seja, o seu elemento essencial. Também a Grécia ao aderir em 1981 às Comunidades manteve-se de fora do SME. O próprio esquema de flutuação em torno das paridades bilaterais e o sistema de intervenções dos bancos centrais fazendo apelo à simetria (i.e., intervenções simultâneas dos bancos centrais de moeda forte e da moeda fraca) não era muito diferente daquele que já era utilizado no âmbito da serpente.

Não obstante todas as semelhanças, e que são no fundo o reflexo das práticas concretas e da experiência acumulada pelas autoridades monetárias em matéria de cooperação monetária, existem diferenças qualitativas importantes que deram ao SME um carácter novo, e sobretudo, um papel mais activo em matéria de aprofundamento do processo de integração monetária na Europa. Aliás, dificilmente se poderia conceber o funcionamento do novo SME sem ser no quadro de um processo visando a criação de uma moeda única, sob pena de tudo voltar á estaca zero.

A primeira diferença qualitativa tem a ver com o papel do ecu. Embora na sua construção o ecu seja idêntico à antiga Unidade de Conta Monetária Europeia (UCME), ultrapassou largamente esta, quer em termos de importância na estrutura global do sistema, quer em termos práticos. O ecu não se limitou a ser uma mera unidade de conta mas passou a ter uma função de meio de pagamento entre bancos centrais, designadamente no âmbito do funcionamento dos mecanismos de crédito, e também de activo de reserva. Também a nível das transações privadas e apesar de todas as suas limitações que derivam do modo como é criado

(todos os créditos concedidos em ecus têm de estar cobertos pela criação de um passivo igualmente em ecus) o ecu passou a ter uma utilização significativa e progressiva. Diferentemente da UCME, o ecu tornou-se, efectivamente, um embrião de uma eventual futura moeda comum europeia.

A segunda diferença qualitativa tem a ver com a criação do mecanismo do *indicador de divergência*. Expressão do compromisso entre as posições que defendiam a continuação do esquema de intervenção previsto na “serpente”, ou seja, com base apenas na definição de limites de intervenção bilaterais para cada uma das moedas do sistema em relação às outras, e as posições que defendiam que a obrigação de intervir fosse definida em relação à média europeia, o indicador de divergência acabou por ser uma base objectiva para o desenvolvimento, igualmente, de um embrião da política monetária comum. No quadro do mecanismo das taxas de câmbio, manteve-se um esquema de obrigações de intervenção baseado na grelha de paridades bilaterais, mas ao mesmo tempo introduziu-se um mecanismo baseado na divergência de uma moeda relativamente à média das outras, ou seja, relativamente ao ecu. Diferentemente do primeiro, este mecanismo não comporta a obrigatoriedade de intervir mas apenas um *pressuposto de acção*. Em todo o caso, pensava-se com este mecanismo ser possível a criação de uma base objectiva para uma maior simetria das intervenções e, deste modo, para uma repartição mais equitativa dos custos de ajustamento.

A terceira diferença qualitativa tem a ver com a chamada passagem à “fase institucional” do SME. Pretendia-se que o novo SME se transformasse num sistema definitivo, com a criação de instituições próprias, com capacidade de legislar tanto a nível comunitário como nacional e com um ecu a desempenhar o papel de uma verdadeira moeda europeia. Este foi um objectivo que só veio a encontrar plena expressão no Tratado de Maastricht e, mesmo assim, com todas as implicações e limitações que se estão a viver.

A terminar este ponto de apresentação das características do novo SME algumas referências às relações com países terceiros e

as organizações internacionais.

Ficou reconhecido, em primeiro lugar, que a durabilidade do SME e as suas incidências no plano internacional exigiriam a coordenação das políticas de câmbio praticadas em relação aos países terceiros e que, na medida do possível, se deveria proceder a uma concertação com as autoridades destes países. Em segundo lugar, ficou estabelecido a possibilidade de os países europeus, cujos laços económicos e financeiros com a comunidade fossem particularmente fortes, poderem participar no mecanismo de câmbio e de intervenção - o que veio a acontecer com a coroa norueguesa, em Outubro de 1990, a coroa sueca em Março de 1991, e o marco finlandês em Junho do mesmo ano, com margens de flutuação face às paridades definidas em ecus de, respectivamente,  $\pm 2,25\%$ ,  $\pm 1,5$  e  $\pm 3\%$ . Finalmente, em terceiro lugar, ficou estabelecido o principio de que o SME continuaria a ser totalmente compatível com as disposições pertinentes do acordo relativo ao FMI, integrando-se, portanto, no sistema de flutuação gerida saído da conferência de Kingston, de 1976.

Em termos mais concretos, o principal problema que se colocava e ainda coloca na articulação do SME com o SMI era o das relações das diferentes moedas europeias com o dólar americano. O lançamento do SME em 1978 foi bastante facilitado pela relativa estabilidade do dólar existente nesta altura. Já dificuldades posteriores que se fizeram sentir no funcionamento do SME, particularmente no seguimento do segundo choque petrolífero, foram em grande parte provocadas pelas excessivas flutuações da moeda americana que acentuaram as divergências entre as moedas europeias. Tudo isto exigia e continua a exigir da parte das autoridades monetárias europeias um esforço de concertação da política monetária e cambial e das políticas económicas em geral, concertação esta que era suposto ser facilitada no quadro do cumprimento por todos das disposições acordadas para o funcionamento do SME.

### ***3. O funcionamento do novo SME***

Desde Março de 1979, data em que começou a funcionar o SME, até aos nossos dias são decorridos quinze anos. Um período de tempo relativamente curto mas que não se pode considerar parco em acontecimentos.

De então para cá a Europa atravessou dois períodos de recessão económica - 1980-82, no seguimento do segundo choque petrolífero, e o período actual que se prolonga desde o final de 1992; digeriu dois alargamentos - à Grécia em 1981 e a Portugal e à Espanha em 1986; procedeu a duas revisões maiores dos Tratados de Roma - O Acto Único Europeu em 1985 e o Tratado de da União Europeia em 1992; viveu a derrocada do sistema económico e político do leste europeu e a reunificação alemã que se lhe seguiu. Pelo meio muitas outras vicissitudes, maiores ou menores, que não deixaram de influenciar significativamente o quadro em que se desenrolou o processo de integração económica na Europa.

Como pano de fundo mais geral destaque-se a acentuação, durante este período, de todos os fenómenos de mundialização e globalização económica que tiveram uma particular incidência na esfera financeira.

Reflectindo todos estes acontecimentos e influenciando também o seu desenrolar é possível distinguir três grandes períodos no funcionamento do SME: um período que vai de Março de 1979 a Setembro de 1987, um outro que vai de Setembro de 1987 a Junho de 1992 e um terceiro que vai de Junho de 1992 até ao presente. Passaremos a analisar as características fundamentais de cada um destes períodos.

### *3.1. Primeiro período: a afirmação do sistema (Março de 1979 a Setembro de 1987).*

É um período de funcionamento irregular do SME que traduz, por um lado a existência de divergências económicas relativamente importantes - os níveis de inflação eram elevados e apresentavam bastantes disparidades; as balanças de transações correntes conheciam situações diferenciadas; os défices orçamentais eram elevados e, não raro, financiados através da emissão monetária - divergências estas acentuadas pela profunda recessão económica que, na sequência do segundo choque petrolífero, se arrastou praticamente durante toda a primeira metade dos anos 80 dando origem a políticas económicas e monetárias mais viradas para a resolução dos problemas particulares de cada país do que para a procura de uma saída comum. Por outro lado, este funcionamento irregular também não deixa de traduzir um processo de aprendizagem das regras e dos processos de intervenção visando objectivos comuns, tal como haviam ficando estabelecidos nos acordos constitutivos do novo SME.

Não é de estranhar assim que durante este período se tivessem produzindo onze realinhamentos de paridades, acompanhados de uma revisão do cabaz ecu com a entrada do dracma grego (ver quadro 2). Todavia, é importante ter presente que, progressivamente estes realinhamentos foram sendo utilizados menos como respostas passivas a evoluções divergente da inflação e mais como instrumentos de uma política comunamente adoptada de contenção da inflação. Era também a época de passagem das políticas de sustentação da procura interna para as políticas de carácter restritivo e de relançamento da oferta em que a prioridade era dada à estabilidade dos preços.

É ainda durante este período que começa a utilização financeira do ecu por parte do sector privado, instrumento privilegiado de diversificação monetária e, por esse facto crescentemente actualizado na concessão e contracção de empréstimos e na

**Quadro 2. Realinhamentos e variações no mecanismo das taxas de câmbio (MTC) desde 1979**

	BFR	DKR	DM	DR	PTA	FF	IRL	LIT	HFL	ESC	UKL
13.3.1979	Arranque do Sistema Monetário Europeu (SME) com BFR/LFR,DKR,DM,FF,IRL,HFL e UKL. BFR/LFR,DKR,DM,FF,IRL,LIT,HFL e UKL compõem o cabaz do ecu. BFR/LFR,DKR,DM,FF,IRL,LIT,HFL, (mas não a UKL) aderiram ao mecanismo das taxas de câmbio(MTC). As moedas evoluem na banda estreita (flutuação 2,25%) do MTC, com a excepção da LIT, que evolui dentro da banda larga (flutuação de 6%).										
24.9.1979	Realinhamento	0	-3,00	+2,00	(1)	0	0	0	0	0	(1) (2)
30.11.1979	Realinhamento	0	-5,00	0	(1)	0	0	0	0	0	(1) (2)
23.3.1981	Realinhamento	0	0	0	(1)	0	0	-6,00	0	0	(1) (2)
5.10.1981	Realinhamento	0	0	+5,50	(1)	-3,00	0	-3,00	+5,50	0	(1) (2)
22.2.1982	Realinhamento	-8,50	-3,00	0	(1)	0	0	0	0	0	(1) (2)
14.6.1982	Realinhamento	0	0	+4,25	(1)	-5,75	0	-2,75	+4,25	0	(1) (2)
22.3.1983	Realinhamento	+1,50	+2,50	+5,50	(1)	-2,50	-3,50	-2,50	+3,50	0	(1) (2)
17.9.1984	Revisão da composição do ecu (o dracma entra no cabaz do ecu sem aderir ao MTC).										
22.7.1985	Realinhamento	+2,00	+2,00	+2,00	(2)	+2,00	+2,00	-6,00	+2,00	0	(1) (2)
7.4.1986	Realinhamento	+1,00	+3,00	+3,00	(2)	-3,00	0	0	+3,00	0	(1) (2)
4.8.1986	Realinhamento	0	0	0	(2)	0	-8,00	0	0	0	(1) (2)
12.1.1987	Realinhamento	+2,00	0	+3,00	(2)	0	0	0	+3,00	0	(1) (2)
19.6.1989	Ainda que não faça ainda parte do cabaz do ecu, a peseta adere ao SME entrando na banda larga do MTC										
21.9.1989	Revisão da composição do ecu: a peseta e o escudo entram no cabaz do ecu. O escudo continua fora do MTC										
8.1.1990	A lira italiana sai da banda larga e entra na banda estreita do MTC										
8.1.1990	Realinhamento	0	0	0	(2)	0	0	-3,6774	0	0	(2) (2)
8.10.1990	A libra esterlina entra na banda larga do MTC										
6.4.1992	O escudo entra na banda larga do MTC										
14.9.1992	Realinhamento	+3,50	+3,50	+3,50	(2)	+3,50	+3,50	-3,50	+3,50	+3,50	+3,50
17.9.1992	A adesão da libra esterlina e da lira italiana ao MTC é suspensa.										
17.9.1992	Realinhamento	0	0	0	(2)	-5,00	0	0	0	0	(2) (2)
23.11.1992	Realinhamento	0	0	0	(2)	-6,00	0	0	0	0	-6,00 (2)
1.2.1993	Realinhamento	0	0	0	(2)	0	0	-10,00	0	0	0 (2)
13.5.1993	Realinhamento	0	0	0	(2)	-8,00	0	0	0	0	-6,50 (2)
2.8.1993	Decisão de alargamento das margens de flutuação para ± 15%										

(1) Moeda que não faz parte do SME

(2) Moeda que não faz parte do mecanismo de câmbios

emissão de títulos. Reflectindo este processo desenvolve-se igualmente um activo mercado interbancário do ecu.

É importante, todavia, considerar a existência de *dois subperíodos* com características particulares.

O *primeiro* vai até Setembro de 1984 e é coincidente, *grosso modo*, com a afirmação da recessão económica internacional. É o período de concentração da turbulência e em que se verifica o maior número de realinhamentos (sete no total de onze). É também o período em que o dólar americano se encontra numa posição forte relativamente às moedas europeias reflectindo, fundamentalmente, a dependência energética da Europa. Data de Setembro de 1984 a primeira revisão do cabaz do ecu, que consistiu no reajustamento dos pesos das moedas que dele faziam parte e na entrada do dracma grego. Esta moeda, contudo, nunca chegaria a aderir ao mecanismo das taxas de câmbio.

O *segundo subperíodo* vai do último trimestre de 1984 até Setembro de 1987 e é coincidente com a recuperação económica internacional, mais uma vez a reboque das economias americana e japonesa. Melhoraram significativamente os indicadores económicos globais (com excepção do desemprego); a divergência deu lugar a um processo de convergência acentuada das principais economias europeias; tudo isto beneficiando de um contexto internacional de baixa dos preços das principais matérias primas e produtos energéticos.

Datam deste subperíodo as primeiras medidas de ajustamento do funcionamento do SME. Em 1985 acordou-se num conjunto limitado de medidas visando o incentivo da utilização do ecu oficial, ou seja, nas relações entre os bancos centrais. Por sua vez, já em Setembro de 1987, e no quadro de uma constatação da convergência das situações económicas e de crescente liberalização do movimento de capitais, chega-se a acordo relativamente a um segundo pacote de medidas, este mais substancial, visando, em primeiro lugar, aumentar a convergência e evitar políticas contraditórias, ameaçadoras da coesão do sistema e, em segundo lugar, melhorar o mecanismo de intervenção do SME por forma a

evitar os movimentos especulativos decorrentes de liberalização global do movimento de capitais. Era mais um passo, no sentido do reforço dos mecanismos de coordenação das políticas económicas e de intervenção nos mercados cambiais, já na perspectiva de uma futura União Económica e Monetária. Foi o acordo de Basileia/Nyborg.

Não obstante a debilidade do dólar que se fez sentir durante este subperíodo, e que não deixou de gerar instabilidade no funcionamento do SME, verificaram-se apenas quatro realinhamentos.

Ao longo deste primeiro período afirmaram-se como moedas fortes o marco alemão (sete revalorizações), o florim holandês (seis revalorizações) e o franco belga (quatro revalorizações) sucessivas após uma desvalorização inicial (ver quadro 2).

### *3.2. Segundo período: a estabilidade (Setembro de 1987 a Junho de 1992)*

É o período da estabilidade e do reforço da credibilidade do SME.

A recuperação económica internacional, iniciada durante o ano de 1984, prolongou-se em expansão praticamente até ao final de 1991. Reduzem-se os diferenciais de inflação e de taxas de juro, a convergência económica mantem-se, e tudo melhora no seio dos países comunitários com excepção do desemprego que continua a gerar fortes tensões.

Traduzindo esta estabilidade económica geral não se verificaram grandes problemas no funcionamento do SME, não se tendo produzido, durante este período, nenhum realinhamento salvo o de natureza técnica derivado da entrada da lira italiana na margem estreita do MTC (08/01/90) e que se traduziu numa desvalorização desta moeda face ao ecu de -3,6774%.

Em contrapartida três novas moedas passaram a integrar em pleno o SME. A peseta começou por aderir à banda larga do MTC (14/06/89) para três meses depois (21/09/89) integrar o cabaz ecu. O escudo seguiu um percurso inverso. Começou por integrar, ao

mesmo tempo que a peseta, o cabaz ecu, para três anos depois, em 6 de Abril de 1992 aderir ao MTC na banda larga dos 6%. Finalmente, a libra esterlina, que desde o início da criação do SME fazia parte do cabaz ecu passou a integrar, também na banda larga de 6% o MTC (8/10/90).

Era o apogeu do SME. Todos os países pareciam rendidos às virtudes dos mecanismos de estabilidade cambial utilizados no quadro do SME. Só o dracma grego parecia querer estragar a festa mantendo-se fora do MTC, ainda que fazendo parte do cabaz. Mas, no fundo, isto não era suficiente para pôr em causa a coerência global do sistema. Era apenas a expressão, no plano monetário e cambial, das dificuldades com que a Grécia sempre se debatera no quadro do seu processo de integração europeia e que a colocaram na cauda, em termos de indicadores de desenvolvimento, no conjunto dos países membros da União Europeia.

Não é alheio a este período de estabilidade que se viveu a nível do funcionamento do SME o impulso que entretanto foi dado ao processo de União Económica e Monetária.

Na sua reunião de 27 e 28 de Junho de 1988, em Hannover, o Conselho Europeu decidiu confiar a um comité presidido por Jacques Delors a missão de elaborar um projecto de concretização do objectivo reafirmado de União Económica e Monetária, para ser discutido em Junho do ano seguinte no Conselho de Madrid. Esta decisão deu origem ao famoso "Relatório sobre a União Económica e Monetária na Comunidade Europeia", abreviadamente conhecido por "Relatório Delors", que sintetizaria os resultados obtidos em matéria de entendimento sobre as características da futura União Económica e Monetária e definiria em três etapas precisas o caminho a seguir até à concretização deste objectivo. Seria este relatório que, aprovado nas suas linhas essenciais, haveria de ser a base para a elaboração do Tratado da União Europeia aprovado na Cimeira de Maastricht.

Ao mesmo tempo que se convocavam formalmente as conferências intergovernamentais para a discussão e aprovação do novo Tratado, decidiu-se pôr em marcha o conjunto de medidas propostas no "Relatório Delors" para a primeira etapa do processo



de UEM, a partir de 1 de Julho de 1990 e com um período de execução que duraria até a entrada em vigor desse mesmo novo Tratado. Como se sabe esta primeira etapa duraria até 31 de Dezembro de 1993 e nela se colocou como *objectivo central* a convergência das *performances* económicas dos diferentes países membros da Comunidade, através da coordenação das respectivas políticas no quadro institucional existente. Em termos de medidas fundamentais a pôr em prática, ficaram definidas a realização plena de mercado interno, com a eliminação de todos os obstáculos físicos, técnicos e fiscais, à circulação de mercadorias, a duplicação dos fundos estruturais por forma a promover o desenvolvimento regional na Europa e corrigir os desequilíbrios económicos, e a institucionalização do Conselho de Ministros da Economia e Finanças (ECOFIN) como órgão coordenador das políticas económicas. No domínio especificamente monetário ficou definido a supressão de todos os obstáculos à integração financeira e a intensificação da cooperação e coordenação das políticas monetárias. A criação de um Fundo de Reserva Europeu cujos recursos teriam vivem na colocação em comum de 10% das reservas de cada país e que seria o embrião do futuro Sistema Europeu de Bancos Centrais, ficou mais uma vez adiada.

Em 7 de Fevereiro de 1992, é assinado formalmente em Maastricht, o Tratado da União Europeia que vem consagrar, e precisar em alguns aspectos, as propostas constantes do Relatório Delors para as segunda e terceira fases da UEM.

O início da segunda etapa fica marcado para 1 de Janeiro de 1994, tendo cada Estado membro comprometido-se, até essa data, a levantar todas as restrições aos movimentos de capitais e pagamentos entre os Estados membros e entre estes e países terceiros. Fica definido, igualmente, o dever dos Estados membros, se fosse caso disso, de adoptarem programas plurianuais destinados a assegurar a convergência necessária à plena realização da UEM, em especial no que se refere à estabilidade de preços e solidez das finanças públicas.

A segunda etapa é definida globalmente como uma fase de transição para a etapa definitiva da UEM, devendo, por

consequência, constituir um período de preparação das condições necessárias à passagem à fase seguinte, designadamente no que respeita aos arranjos institucionais internos (cada Estado membro deverá se for esse o caso, assegurar nesta fase a independência do respectivo Banco Central) e à cooperação em matéria monetária.

A condução de todo o processo, a nível da união, é atribuída ao Instituto Monetário Europeu, com existência confinada a esta segunda etapa, a quem são atribuídas as funções de:

- reforçar a cooperação entre os bancos centrais nacionais;
- reforçar a coordenação das políticas monetárias dos Estados membros com o objectivo de garantir a estabilidade dos preços;
- supervisionar o funcionamento do SME;
- proceder a consultas sobre questões da competência dos bancos centrais nacionais, que afectem a estabilidade das instituições e mercados financeiros;
- substituir, nas suas funções, o Fundo Europeu de Cooperação Monetária que, em consequência, é dissolvido;
- promover a utilização do ecu e supervisionar a sua evolução, incluindo o funcionamento do respectivo sistema de compensação.

É ao IME que cabe, na segunda etapa do processo de construção da UEM desempenho, o papel de órgão efectivo de coordenação global das políticas monetárias no seio da Comunidade, devendo ser obrigatoriamente consultado pelo conselho, ou pelas autoridades dos Estados membros sobre todas as propostas de actos, ou projectos de disposições regulamentares no domínio das suas atribuições.

É também ao IME que cabe preparar as condições para o início da terceira fase. Com este objectivo são-lhe, ainda, atribuídas as seguintes funções:

- preparar os instrumentos e procedimentos necessários para a

execução da política monetária única prevista para a terceira fase;

- promover a harmonização dos sistemas de estatísticas no domínio das suas atribuições;
- preparar as normas para as operações a realizar pelos bancos centrais nacionais no quadro do SEBC;
- promover a eficácia dos pagamentos transnacionais;
- supervisionar a preparação técnica das notas de banco denominadas em ecu.

O Tratado estabelece o congelamento da composição do cabaz de moedas do ecu que, de acordo com as regras do SME deveria ser revisto em 1994. Estabelece, ainda, a fixação irrevogável do valor do ecu a partir do início da terceira fase da UEM.

O processo concreto de fixação do valor do ecu é definido no nº 4 do art. 109º-L, que, pela sua importância, se transcreve na íntegra:

*"Na data de início da terceira fase, o Conselho, deliberando por unanimidade dos Estados-membros que não beneficiem de uma derrogação, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE, determina as taxas de conversão às quais as suas moedas ficam irrevogavelmente fixadas e a taxa irrevogavelmente fixada a que o ecu substitui essas moedas, e o ecu será uma moeda de direito próprio. Esta medida, só por si, não modifica o valor externo do ecu. O Conselho, deliberando segundo o mesmo procedimento, toma igualmente as outras medidas necessárias para a rápida introdução do ecu como moeda única desses Estados-membros."*

O processo apresenta, assim, dois momentos ou fases específicas. Num primeiro momento, proceder-se-á à fixação irrevogável das paridades sendo possível, a coexistência do ecu com as outras moedas dos Estados-membros. Num segundo momento, estas serão substituídas pelo ecu que passa a ser a moeda única da Comunidade.

O Tratado estabelece igualmente de forma precisa as condições e os mecanismos de passagem à terceira fase da UEM.

No que diz respeito às condições exige-se, em primeiro lugar, a

verificação da compatibilidade entre a legislação nacional de cada Estado-membro, incluindo os estatutos do seu banco central, com o disposto no Tratado. Exige-se, em segundo lugar, a realização de um grau elevado de convergência sustentada, com base na observância, por cada Estado-membro, dos quatro critérios seguintes:

- estabilidade dos preços; a taxa de inflação não deverá exceder a dos três Estados-membros com melhores resultados neste indicador;
- inexistência de défice orçamental excessivo;
- a moeda nacional deverá ter observado, durante pelo menos dois anos, a banda estreita de flutuação no âmbito de participação no mecanismo das taxas de câmbio do SME; neste período de tempo não deverá ter sofrido nenhuma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro;
- a taxa de juro de longo prazo deverá reflectir a observância dos critérios de convergência anteriores;

Para protocolo anexo, é rémetida a quantificação e os prazos de observância destes quatro critérios.

Assim, por *critério da estabilidade de preços* entende-se que, no ano que antecede a análise, a taxa de inflação não deverá exceder em mais de 1,5 p.p. a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados. A inflação será calculada com base no índice de preços no consumidor (IPC) numa base comparável, devendo ser tomadas em consideração as diferenças nas definições nacionais.

A *situação orçamental* é também objecto de um protocolo específico onde, para além da quantificação, se precisa o entendimento dos conceitos de *orçamental*, *défice*, *investimento* e *dívida*. Em termos de critério estipula-se:

- a) que a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o PIB p.m. não deverá exceder os 3%;
- b) que a relação entre a dívida pública e o PIB p.m. não deverá

exceder os 60%.

Relativamente ao *critério de participação no mecanismo das taxas de câmbio do SME* precisa-se que os dois anos de observância da banda estreita de flutuação (2,25%) deverão ser os imediatamente anteriores à análise.

Finalmente, por *critério de convergência das taxas de juro* entende-se que, durante o ano anterior à análise, o Estado-membro deverá ter registado uma taxa de juro nominal média a longo prazo que não exceda em mais de 2 p.p. a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade de preços. As taxas de juro serão calculadas com base em obrigações do Estado a longo prazo ou outros títulos semelhantes, levando-se em consideração as diferenças nas definições nacionais.

Registe-se ainda que os dados estatísticos a utilizar na análise da observância dos critérios serão fornecidos pela Comissão, o que, por certo, visa impedir qualquer tentação manipulatória por parte de alguns Estados-membros.

No que diz respeito aos mecanismos de passagem à terceira fase, duas hipóteses são admitidas:

- até 31 de Dezembro de 1996, o Conselho reunido a nível de chefes de Estado ou de Governo, deliberando por maioria qualificada, com base em relatórios da Comissão e do IME e parecer do Parlamento Europeu decidirá, com base nas recomendações do Conselho, se a maioria dos Estados-membros (6+1) satisfaz as condições necessárias para a adopção da moeda única e se é conveniente que a Comunidade passe à terceira fase. Em caso afirmativo, fixará a data para o início da terceira fase.
- se até ao final de 1997 a data de passagem não tiver sido fixada, a terceira fase terá *automaticamente* início em 1 de Janeiro de 1999. Nesta hipótese, até 1 de Julho de 1998, o Conselho, em condições e moldes idênticos à hipótese anterior, decidirá quais os Estados-membros que estão em condições de avançar para a terceira fase. Esta terá, assim, início com *qualquer* número de Estados-membros.

No quadro 3 apresenta-se a situação actual em matéria de verificação dos critérios de convergência.

Na terceira fase da UEM a gestão da política monetária unificada estará a cargo de uma nova instituição - o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), que integra os Bancos Centrais dos Estados membros e o, também a criar, o Banco Central Europeu (BCE).

Quanto às atribuições fundamentais do SEBC elas são as seguintes:

- a definição e execução da política monetária da Comunidade;
- a realização de operações cambiais;
- a detenção e gestão das reservas oficiais dos Estados-membros;
- a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

Por sua vez, o BCE será consultado:

- sobre qualquer proposta de acto Comunitário nos domínios das suas atribuições;
- pelas autoridades nacionais sobre qualquer projecto de disposição legal, igualmente nos domínios das suas atribuições e nos limites e condições definidos pelo Conselho.

De um modo geral, o SEBC apoiará as autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro em geral.

É atribuído ao BCE o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas de banco na Comunidade. A emissão pode ser realizada quer pelo BCE quer pelos bancos centrais, sendo estas notas as únicas com curso legal na Comunidade. No que diz respeito às moedas metálicas, elas poderão ser emitidas pelos bancos centrais dos Estados-membros, sem prejuízo da aprovação pelo BCE do volume da respectiva emissão e de acordo com denominações e especificações técnicas definidas pelo Conselho, ouvido o BCE.

Quadro 3. Países Europeus: Indicadores de Convergência para 1993 e 1994

(Em percentagem)

	Peso do PIB em 1992		Inflação (IPC)		Saldo Orçamental / PIB		Dívida bruta do Governo / PIB (1)	Taxas de juro de longo prazo
	Na UE	No mundo	1993	1994	1993	1994		
			1993	1994	1993	1994	1992	Agosto 1993
Países da UE								
França	19.2	3.6	2.2	2.2	-6.0	-5.9	52.6	6.4
Alemanha	23.2	4.3	4.6	2.9	-4.8	-3.5	42.5	6.4
Itália	18.4	3.4	4.5	4.6	-10.3	-9.2	115.1	10.3
Reino Unido (2)	17.7	3.3	3.2	3.8	-8.6	-7.4	35.1	7.0
Os Quatro maiores países (3)	78.5	14.6	3.7	3.3	-7.3	-6.3	60.3	7.4
Bélgica	3.1	0.6	2.8	2.9	-6.7	-5.6	121.0	7.1
Dinamarca (4)	1.7	0.3	1.1	1.8	-3.5	-4.2	71.3	6.7
Grécia (5)	1.7	0.3	14.3	9.5	-12.9	-13.3	108.6	20.3
Irlanda	0.7	0.1	2.0	3.0	-3.4	-3.8	95.9	7.6
Luxemburgo	0.1	---	4.0	3.3	0.1	---	5.8	6.8
Holanda	4.7	0.9	2.0	2.8	-3.9	-3.9	79.0	6.2
Portugal	1.5	0.3	6.3	5.6	-6.4	-5.4	63.7	10.5
Espanha	8.1	1.5	4.7	4.1	-6.3	-7.1	47.9	9.2
Os oito países mais pequenos (3)	21.5	4.0	4.3	3.9	-6.0	-6.2	74.3	8.9
Todos da UE 3/	100.0	18.6	3.8	3.5	-7.0	-6.3	63.4	7.8
Critériosde convergência de Maastricht (6)	---	---	3.2	3.8	-3.0	-3.0	60.0	8.8
Países não pertencentes à UE								
Áustria	---	0.4	3.7	2.5	-3.4	-3.0	49.4	6.5
Finlândia	---	0.3	2.8	4.1	-12.2	-9.5	39.5	7.7
Noruega	---	0.3	2.5	2.3	-3.6	-3.4	43.0	6.2
Suécia	---	0.5	5.0	3.7	-13.5	-11.5	55.0	7.7
Suiça	---	0.7	3.6	2.3	-2.4	-2.5	34.3	4.6
Os cinco países não pertencentes à UE (3)	---	2.3	3.7	2.9	-6.6	-5.7	43.9	6.3

Fontes: IMF(1993) World Economic Outlook (Advance copy), p.45

### Notas do quadro 3

- (1) Os dados da dívida referem-se ao final do ano. Estes valores estão relacionados com o défice orçamental mas podem não ser consistentes com a definição acordada em Maastricht.
- (2) Índice de preços a retalho.
- (3) Média ponderada pelo peso do PNB de 1992.
- (4) O rácio da dívida do PIB seria inferior a 60% se fosse ajustado segundo a definição acordada em Maastricht.
- (5) O défice orçamental inclui os juros capitalizados; Considera-se como taxas de juro de longo prazo a taxa dos Títulos do Tesouro a doze meses.
- (6) Médias não ponderadas. O Tratado não indica exactamente como é que estes indicadores devem ser ponderados pelos diferentes países.

Pode-se dizer que a assinatura do Tratado da União Europeia é o último acto significativo que culmina o período de estabilidade de funcionamento do SME. Mas ele já é, de alguma forma, uma fuga para a frente, na medida em que o clima geral de recessão económica que então se vivia, não era o mais propício à adopção de medidas que fossem no sentido de estreitar a margem da acção dos governos, como aquelas que estariam ligadas à observância dos critérios de convergência por parte dos Estado membros.

Em vez de apaziguar as tensões, pela clarificação de objectivos, processos e datas, o Tratado acabou por favorecer a instabilidade geral pela introdução de um novo elemento, agora na esfera política, de indefinição relativamente ao prosseguimento da UEM. À deterioração da situação económica geral juntou-se a incerteza relativamente à ratificação por parte de alguns Estados membros das disposições constantes do Tratado e tudo isto acabou por gerar um clima favorável ao desencadeamento das operações especulativas que acabariam por desencadear a crise do SME.

### *3.3. Terceiro período: turbulência e crise (Junho de 1992 a Agosto de 1993)*

A relativa estabilidade do funcionamento do SME, descrita no ponto anterior, termina com o “não” dinamarquês ao tratado da União Europeia, decidido em referendo no dia 2 de Junho de 1992. Ao “não” dinamarquês juntaram-se as incertezas decorrentes da decisão da França de realizar também um referendo sobre o Tratado, em Setembro do mesmo ano, num contexto de agravamento das condições económicas internas e de crescente descontentamento da população. As expectativas dos agentes económicos relativamente a uma rápida concretização da UEM alteraram-se rapidamente e as tensões começaram a afectar as moedas mais fracas do sistema com particular realce para a libra inglesa e a lira italiana.

Não deve esquecer-se, todavia, que o aparecimento de tensões no funcionamento do SME coincidiu no tempo com a inversão das tendências de crescimento da economia internacional que se vinham afirmando desde a segunda metade dos anos 80 e que haviam acompanhado, por sua vez, o período de estabilidade do SME. Os primeiros anos da década de 90 podem ser considerados anos de recessão que, no caso dos países da União Europeia, vêm interromper um período de convergência económica e acentuar as tendências egoístas dos países, de procurarem resolver as suas dificuldades económicas sem terem em conta as repercussões sobre os demais.

Na Itália, o défice orçamental ultrapassou em 1992 as metas definidas e as pressões à desvalorização da lira não se fizeram esperar. No Reino Unido aumentaram as pressões para a descida das taxas de juro à medida que tardava a recuperação económica. Na Alemanha foi o processo de reunificação a determinar o aumento das taxas de juro e a gerar imediatamente pressões no sentido da alta das taxas das outras moedas do SME, com particular destaque para a lira, o franco francês, a libra inglesa e a peseta espanhola, que começaram a ser alvo de fortes ataques especulativos. A depreciação significativa do dólar, a partir de

Março de 1992, que veio provocar uma apreciação de facto das moedas do MTC, veio agravar ainda mais todas as tensões no seio do SME.

Os acontecimentos começaram a suceder-se em “bola de neve”. Em 8 de Setembro a Finlândia suspendeu a ligação da sua moeda ao ecu. A Suécia viu-se obrigada a elevar as suas taxas de juro a 75%. Foi o principio da crise.

No fim da semana de 12 e 13 de Setembro, e no seguimento de fortes ataques especulativos contra a moeda italiana, as autoridades monetárias europeias decidiram um realinhamento (o primeiro em mais de cinco anos, se descontarmos o realinhamento técnico no seguimento da adesão da lira ao MTC), conjuntamente com o compromisso alemão de baixar as taxas de juro. A lira foi desvalorizada em 3,5 % em relação às restantes moedas do MTC e estas revalorizadas em 3,5 % relativamente à lira. No dia seguinte seguiu-se a redução das taxas de juro alemãs, a Lombarda em 25 pontos de base, fixando-se em 9,5%, e a taxa de desconto em 50 pontos de base fixando-se em 8,25%.

Estas medidas não foram, porém, suficientes para restabelecer a confiança e as tensões mantiveram-se, obrigando a permanentes e custosas intervenções nos mercados de câmbio para segurar as paridades, particularmente da libra, da lira e da peseta.

A 17 de Setembro a situação teve um desfecho qualitativo. A libra e a lira suspendem a sua adesão ao MTC e a peseta é desvalorizada em 5%. As tensões, contudo, não desapareceram nem com o resultado positivo, embora tangencial, do referendo francês. O franco só se segura à custa da estreita colaboração entre os bancos centrais da França e da Alemanha e de uma declaração conjunta de manutenção das paridades. Só no final de Setembro a situação tendeu a acalmar-se um pouco.

Em Novembro, mais precisamente a 23, e no seguimento de novos ataques especulativos é decidido um novo realinhamento que implicou a desvalorização do escudo e da peseta em 6% relativamente às outras moedas do MTC. Mais uma vez o franco francês escapou à desvalorização à custa da subida da taxa de juro e do apoio do Bundesbank.

A 30 de Janeiro é a vez da libra irlandesa sucumbir às pressões de que vinha sendo alvo, desvalorizando-se 10% em relação às restantes moedas.

A 13 de Maio novo ponto culminante da crise do SME. O Banco de Espanha convoca de emergência uma reunião do Comité Económico e Monetário e pede a desvalorização da peseta em 8%, após ter suspenso a defesa da sua moeda dentro do MTC . O escudo não tem como fugir e, por efeito de “arrastamento”, o Banco de Portugal aceita uma desvalorização de 6,5%.

A 22 de Maio os ministros das finanças dos Doze reúnem-se na Dinamarca para anunciar que o funcionamento do SME não vai ser alterado. Defendem, por outro lado, a necessidade de recorrer aos realinhamentos sempre que necessário.

O dia 30 de Julho é considerado o pior dia em 14 anos de existência do SME. Cinco das nove moedas que continuam a fazer parte do mecanismo das taxas de câmbio ficam sujeitas a fortes pressões: o franco francês, o franco belga, a coroa dinamarquesa, o escudo e a peseta. Estima-se que os Bancos Centrais tenham gasto entre 50 a 70 milhões de marcos para defender as divisas mais atacadas pelos especuladores.

Ante a ameaça de colapso completo do sistema, as autoridades alemãs pedem a convocação de emergência do Comité Económico e Monetário. Após uma maratona de discussões em Bruxelas que culmina com a reunião de emergência dos ministros das finanças dos Doze em 1 de Agosto, chega-se à decisão mais polémica na história do SME: para pôr cobro aos movimentos especulativos decide-se o alargamento temporário das margens de flutuação no seio do mecanismo das taxas de câmbio para  $\pm 15 \%$ . Ficam de fora o marco e o florim holandês que mantêm a margem bilateral de flutuação de  $\pm 2,25$  .

Na maratona negocial que se prolongou pela madrugada do dia 2, outros cenários chegaram a estar em cima da mesa mas foram recusados : a saída do marco alemão do “cabaz”, a desvalorização do franco, a flutuação generalizada das moedas, o avanço imediato para a moeda única ou a manutenção das bandas tal como estavam num contexto de reforço das intervenções dos

bancos centrais e de coordenação das políticas monetárias.

Embora se tenha falado de morte do SME, a decisão tomada, de alargamento das margens de flutuação, constituiu o compromisso possível para a manutenção dos grandes objectivos da UEM. Com efeito verificou-se que as divergências entre os países ainda são assinaláveis e mostram tendência a acentuar-se em contextos de crise. Por outro lado, verificou-se que as autoridades alemãs não hesitaram em sobrepor os seus interesses aos interesses gerais e em descarregar para os seus parceiros comunitários uma parte substancial dos custos da reunificação pela simples elevação das suas taxas de juro. Neste contexto, avançar para a moeda única não passava de pura utopia e a alternativa mais provável seria o desmembramento do SME. A solução encontrada concilia uma ampliação da margem de manobra de cada país com a manutenção das regras de funcionamento do SME e, neste sentido, pode ser considerada como um compasso de espera em matéria de concretização dos objectivos da UEM.

Pretendeu-se por um lado, dificultar as manobras dos especuladores ao aumentar os montantes necessários para fazer encostar as moedas fracas aos seus limites mínimos de flutuação, aumentando também, desta forma, o risco inerente a este tipo de operações. Por outro lado, pretendeu-se dotar os Estados membros de maior autonomia para fazer face aos problemas internos derivados da recessão e do desemprego.

O aumento das margens de flutuação não pode ser considerado, de forma alguma, como uma medida que se enquadre dentro do espírito que sempre presidiu ao desenvolvimento do SME e muito menos dentro dos objectivos definidos em matéria de União Economia e Monetária, que apontam o caminho da fixação irrevogável das paridades e da moeda única. Pode mesmo ser considerado um passo atrás, se tivermos presentes os critérios exigidos para a passagem à terceira fase da UEM em matéria de estabilidade cambial, ou seja, a existência de um mínimo de dois anos de observância da banda estreita de flutuação do MTC, por parte de cada moeda nacional, período durante o qual esta não deverá ter sofrido nenhuma desvalorização em relação à moeda de

qualquer outro Estado membro.

Se tivermos presente que, neste momento, três moedas não fazem parte do MTC (a libra, a lira e o dracma), e que nem sequer ainda se vislumbra a sua entrada e que, por outro lado, persistem as tensões e os ataques especulativos sobre as moedas que se mantêm no sistema, não será difícil chegar à conclusão de que, em 1997, quase ninguém estará em condições de satisfazer os critérios definidos em matéria de participação no MTC.

Mas também é certo que a opção pelo alargamento das margens, em detrimento da opção pela simples flutuação, possibilitou a manutenção, no essencial, das regras de funcionamento do SME e não pôs em causa o fundamental do caminho já traçado em matéria de construção da União Monetária.

#### *4. Que perspectivas para o futuro do SME ?*

Desde o alargamento das margens da flutuação até ao momento em que estas linhas são escritas, decorreu praticamente um ano e, se é certo que não se voltaram a repetir as situações dramáticas dos dois anos anteriores, já não é certo que se tenha conseguido a estabilidade do funcionamento do SME.

Embora com menor intensidade, mantiveram-se os ataques às divisas mais fracas e as intervenções nos mercados de câmbios continuaram a ser frequentes. Parece ser ainda cedo, portanto, para se poder concluir se a medida adoptada foi eficaz na contenção dos movimentos especulativos ou se a relativa estabilização que se produziu desde então no funcionamento dos mercados, mais não é do que a acalmia que precede a tempestade.

Os últimos doze meses foram férteis, no entanto, em matéria de discussão sobre as perspectivas que se abrem para o futuro do SME e do seu papel no processo de integração económica na Europa.

Em questão têm estado cinco grandes cenários, que não se excluem necessariamente: o desmembramento puro e simples do SME; a manutenção da situação actual; a passagem imediata à terceira fase da UEM; a formação de uma união monetária restrita; a dupla ancoragem marco-ecu; o reforço da cooperação

monetária.

Discutir-se-á, em seguida cada um destes cenários, em particular.

#### *4.1. O desmembramento do SME*

É um cenário a considerar muito seriamente se se acentuarem as divergências entre as “performances” económicas dos Doze e persistirem as dificuldades na compatibilização entre os objectivos internos e externos de cada um dos países.

A crise do SME ficou a dever-se, fundamentalmente, a uma dupla ordem de factores: a uma desaceleração do processo de convergência e à unificação alemã. No final dos anos 80 foi visível a constituição de dois grupos de países: de um lado a Bélgica, a Dinamarca, a Alemanha, a França, a Irlanda e a Holanda, com convergência assinalável em matéria de inflação, défices orçamentais e taxas de juro; do outro lado, a Espanha, a Itália, Portugal e, em certa medida o Reino Unido, com inflações acentuadas, défices elevados, altas taxas de juro e custos elevados, que levaram a apreciações reais das respectivas moedas e consequentes perdas de competitividade externa. Por sua vez, a unificação alemã veio gerar tensões inflacionistas internas e aumentar a oferta de moeda. A subida das taxas de juro não se fez esperar e isto repercutiu-se sobre toda a zona do MTC, pressionando igualmente a subida das demais taxas de juro, num contexto já de si desfavorável, de ameaça de recessão económica. As expectativas relativamente à progressão em direcção a UEM inverteram-se e os operadores começaram a dar atenção às divergências entre os países, criando-se um clima favorável ao desencadeamento dos processos de especulação cambial, que conduziram à crise.

Ficou claro que o SME dificilmente sobreviverá a uma situação em que se conjuguem divergências acentuadas de desenvolvimento entre países, com falta de coordenação de objectivos e de políticas a nível dos Doze e que, portanto, se torna urgente uma revisão de metas e de processos que reforcem a coesão global e

impeçam as forças centrífugas de se manifestar, sob pena de ser todo o projecto de integração europeia a desmonorar-se.

A médio e a longo prazo a integração completa dos mercados de bens, de serviços e de capitais é incompatível com um sistema não integrado de bancos centrais, que prossigam políticas monetárias não coordenadas, assim como com a persistência de um quadro de fortes disparidades em matéria de desenvolvimento económico.

#### *4.2. A manutenção da situação actual*

A manutenção da situação actual significaria continuar a utilizar os mecanismos do SME como até aqui, ainda que com ligeiras adaptações impostas pelo funcionamento normal dos mercados ou motivadas pela evolução económica das diferentes países membros. Pode-se dizer que, de alguma forma, esta foi a posição assumida pelos Doze ao decidirem responder à crise do SME com o alargamento das margens de flutuação para  $\pm 15\%$ .

É um cenário que, tendo presente toda a experiência recente do funcionamento do SME, só pode ser compreendido como um compasso de espera até se atingir o consenso necessário em torno das reformas que urge pôr em movimento.

Olhando de relance para o que tem sido o funcionamento do SME e, em particular, do mecanismo cambial, facilmente se chega à conclusão de que as intervenções das autoridades monetárias têm sido mais passivas do que activas, isto é, têm dado, sobretudo, respostas a problemas e a choques que se produzem, mais do que criado as condições para uma verdadeira coordenação das políticas monetárias dos Estados membros.

As intervenções obrigatórias têm tido efeitos fortemente assimétricos verificando-se, em geral, uma redução da base monetária nos países de moeda fraca e uma manutenção nos países de moeda forte. A esterilização aplicada no país de moeda forte aumenta as pressões para o ajustamento, que exercem as condicionantes em matéria de reservas sobre o país de moeda fraca. Deste modo, a política monetária seguida pelo banco central do país de moeda forte torna-se a “âncora” de todo o sistema.

No caso concreto, as regras do SME associadas às políticas seguidas pelo *Bundesbank* em matéria de esterilização, conduziram a uma estrutura fortemente assimétrica de funcionamento do sistema, não conforme os objectivos iniciais, e que não deixa de ser fortemente responsável pelas crises que se têm produzido.

Esta assimetria de funcionamento do SME, torna-se particularmente problemática no contexto da etapa da transição que se vive actualmente em direcção à UEM, quando foram suprimidos todos os obstáculos à livre circulação de capitais. Taxas de câmbio fixas e autonomia das políticas monetárias nacionais tornam-se, então, incompatíveis, sobretudo quando se mantêm e, em alguns casos até se acentuam, as divergências em matéria de ritmos de crescimento. É uma situação que atinge sobretudo os países de moeda fraca pressionando à ruptura do sistema.

Com efeito, face à capacidade de mobilização de fundos por parte dos operadores que normalmente intervêm nos mercados de câmbios, só o banco central alemão está à altura de responder com alguma eficácia, aos ataques especulativos. Alguns bancos centrais são capazes mesmo de perder num só dia a totalidade das suas reservas sendo obrigados, para as reconstituir, a manter as taxas de juro elevadas durante largos períodos de tempo, prejudicando, deste modo, o crescimento interno, particularmente em contexto de recessão.

Os realinhamentos de paridades dificilmente poderão ser utilizados como instrumento de política nesta situação. A eficácia que poderão ter, num contexto de estabilidade e de crescimento generalizado (em que podem actuar como instrumento de sintonização) perde-se completamente num contexto de crise, podendo, assim, transformar-se num veículo para novos e mais fortes ataques especulativos. Foi, aliás, o que se passou recentemente em relação à peseta e ao escudo.

O alargamento das margens de flutuação para os 15% procura, de alguma forma, conciliar esta incompatibilidade, entre taxas de câmbio fixas e autonomia das políticas monetárias, em contexto



de plena liberdade de circulação de capitais mas, pela eliminação de um dos pólos da contradição, ou seja, pela eliminação das taxas de câmbio fixas.

Mas é evidente que não poderá ser uma solução definitiva se se quiser preservar os objectivos essenciais do SME. Primeiro, é duvidoso que, apesar da relativa acalmia que se lhe seguiu, seja um antídoto eficaz contra os movimentos especulativos - a situação continua a ser de crise latente. Segundo, porque é contrário a um dos objectivos centrais que presidiu à criação do SME - a fixação das taxas de câmbio. Terceiro, porque contraria a lógica e a prática da integração monetária enquanto instrumento e processo carreador da integração económica mais geral.

A persistência da situação actual, isto é, a manutenção das regras e dos mecanismos de funcionamento do SME, num contexto de margens alargadas de flutuação, terá tendência a favorecer o desenvolvimento das tendências centrífugas, designadamente a utilização da política monetária interna como resposta a choques externos, em detrimento da utilização do instrumento da política monetária coordenada. Continuará a dar, aos responsáveis pela política económica a possibilidade de sobrepor os objectivos nacionais imediatos aos objectivos de conjunto, com tudo o que isso implica em termos de ineficácia global de resposta aos grandes problemas que afectam o desenvolvimento das economias dos Doze, particularmente quando comparadas com as economias americana e japonesa.

#### *4.3. A passagem imediata à terceira fase da UEM*

A passagem imediata a terceira fase da UEM é defendida como uma forma de ultrapassar a já referida "tríade de incompatibilidades" - liberdade de movimento de capitais, taxas de câmbio fixas, políticas monetárias autónomas - tríade esta particularmente agravada no contexto de indefinições, falta de experiência, e carência de instituições adequadas, que caracteriza a segunda etapa do processo da UEM, em curso actualmente, e definido à partida como uma etapa transitória, de preparação de condições para a passagem à etapa definitiva da UEM.

Em termos práticos a passagem imediata a terceira fase da UEM significaria a fixação irrevogável das paridades, o funcionamento em pleno do SEBC, a unificação das políticas monetárias, reservas comuns e moeda única. Em termos temporais significaria antecipar no mínimo em três anos e no máximo em cinco as datas previstas no tratado da União Europeia para concretização do processo.

Teoricamente é uma hipótese concebível e talvez fosse aquela que alcançasse um grau de eficácia maior na resolução dos problemas de funcionamento do SME. Permitiria uma adaptação das instituições ao nível, já atingido, de integração económica geral, particularmente no que concerne à circulação de capitais. Terminaria com a especulação no interior do sistema e com toda a produção de instabilidade a ela associada. Criaria novos instrumentos, através da política monetária unificada e da coordenação global das políticas económicas, para uma resposta aos problemas comuns de desemprego, recessão e perda de competitividade. Teria ainda a vantagem de reduzir ao mínimo a etapa de transição que, como toda a etapa desta natureza, é prenhe de contradições, e fonte permanente de instabilidade.

Não parece ser, todavia, uma hipótese susceptível de ser concretizada, por diversas ordens de razões.

Em primeiro lugar, por razões de ordem económica geral.

A recessão vivida nos últimos tempos na Europa, veio interromper o processo de convergência económica, acentuar as dificuldades das economias mais débeis, e criar um clima favorável ao desenvolvimento das perspectivas mais nacionalistas. A adopção da moeda única a curto prazo exigiria a canalização de um conjunto de recursos financeiros considerável para os países menos desenvolvidos, que os mais desenvolvidos e, em particular, a Alemanha, não estão em condições de fazer, dados os problemas com que se debatem igualmente a nível interno. Passar à terceira etapa, sem a existência destes fluxos financeiros, significaria acentuar todas as divergências actualmente existentes, provocar a ruína desertificação das regiões e países mais débeis, do ponto de vista económico e

tecnológico, significaria ainda, pressionar a oferta de trabalho nas regiões e países mais desenvolvidos, aumentando aí os problemas do desemprego. Em suma, seria criar todas as condições para uma implosão da recém criada União Europeia.

Existem, em segundo lugar, razões de natureza técnica e prática.

A criação das instituições necessárias à gestão da moeda única e a passagem à política monetária comum, exigem um tempo mínimo, incompatível com a passagem imediata à terceira fase. Só agora entrou em funções o Instituto Monetário Europeu, a quem cabe preparar os instrumentos e procedimentos necessários para a execução da política monetária única prevista na terceira fase, bem como fixar as normas para as operações a realizar pelos bancos centrais nacionais no quadro do SEBC. E isto tudo tem o seu tempo de concretização. Não é de um momento para o outro, particularmente num contexto de instabilidade monetária global, que se ultrapassam as divergências e as desconfianças mútuas e se estabelecem processos de definição e aceitação de políticas comuns. Um alargamento das funções do IME, designadamente concedendo-lhe a possibilidade de obter e gerir reservas cambiais não parece igualmente exequível neste contexto.

Existem, em terceiro lugar, razões de natureza política.

Existe neste momento, a nível dos Doze, um forte sentimento das populações contrário ao modo como se tem vindo a concretizar o processo da UEM, bem traduzindo nos resultados do referendo realizado quer em França quer na Dinamarca. Ou simplesmente, de apatia e de cepticismo relativamente às vantagens que poderão advir da criação de uma entidade económica, social e política supranacional, e que se traduziu, ainda recentemente, no forte abstencionismo verificado, na generalidade dos países membros, nos processos eleitorais para o Parlamento Europeu. Estes sentimentos correriam o risco de serem acentuados num contexto de agravamento de dificuldade provocado pela passagem súbita à terceira fase, sobretudo se não fossem garantidas as transferências financeiras requeridas para compensar as assimetrias de desenvolvimento actualmente existentes.

Mas também é evidente que a passagem rápida à terceira fase exigiria uma alteração dos critérios acordados em Maastricht sob pena de se cair de imediato na Europa a duas ou mais velocidades. O grupo da frente englobaria, quase de certeza os países do Benelux, a Alemanha, a Dinamarca e a França, atrás estariam a Espanha, a Itália, a Grécia, a Irlanda e Portugal, pelo meio e por outras razões, estaria o Reino Unido.

Tendo em atenção todos estes aspectos e, sobretudo, o facto de os governantes continuarem a depender, para a sua manutenção no poder, do sentimento das respectivas populações nacionais, não parece crível que se consiga o *quorum* de países necessário a uma decisão de passagem imediata à terceira fase da UEM.

#### *4.4. A formação de uma união monetária restrita*

Este cenário é, no fundo, uma versão mais realista do cenário anterior da passagem rápida à terceira fase da UEM e dispõe de fortes defensores agrupados na Associação para a União Monetária na Europa (AUME).

Esta União Monetária compreenderia, à partida, a Alemanha, a França, a Bélgica, a Holanda, o Luxemburgo e a Dinamarca, sendo os critérios de escolha, por um lado a estabilidade dos preços e das taxas de câmbio e, por outro lado, a convergência das taxas de juro.

Esta zona de estabilidade monetária seria dotada de uma facilidade suplementar de crédito de longo prazo, de montante ilimitado. IME seria a instituição encarregada da supervisão e vigilância da aplicação desta facilidade. A zona monetária assim criada exigiria, igualmente, uma articulação de conjunto das políticas económicas de cada membro.

A ideia base que preside a esta proposta de união monetária restrita é que a existência de uma zona de estabilidade monetária geraria economias externas que acabariam por favorecer os demais países, facilitando o caminho destes para integrar o grupo da frente.

Apesar de constituir uma proposta atractiva, particularmente

para aqueles que integrariam o grupo restrito, não seria uma resposta positiva às debilidades existentes no funcionamento actual do SME e, a ser concretizada, talvez viesse a acentuar as tendências centrífugas pela constituição de dois grupos de países, em que o grupo mais fraco não se diluiria progressivamente no mais forte, como seria o objectivo, mas em que, ao contrário, correr-se-ia o risco de ver o grupo mais forte afastar-se cada vez mais do grupo mais fraco, comprometendo irremediavelmente a continuação do processo de integração a Doze.

Com efeito, não é seguro que, com a constituição de um grupo restrito de vanguarda, não se quebrassem os laços de solidariedade a Doze, e não se desenvolvesse a tendência para definir e executar políticas a nível restrito, particularmente quando isso está facilitado pela aproximação dos níveis de desenvolvimento e pela contiguidade territorial. Também não é seguro que as instituições comunitárias, funcionando com a participação dos Doze Estados membros, tivessem autoridade para intervir na definição das políticas a nível do grupo restrito, sobretudo quando elas viessem a chocar-se com os interesses dos outros países. Se isso hoje já é assim, quando se trata do relacionamento entre a Alemanha e os outros países da Comunidade, com mais força se manifestaria amanhã, com a constituição de uma “solidariedade restrita”, baseada em critérios objectivos decorrentes de um nível mais avançado de integração.

Por outro lado, não deve esquecer-se o papel do marco alemão na desestabilização do SME. Tendo em atenção os laços económicos e a comunidade de interesses que existem entre os países que, à partida, constituiriam o grupo restrito muito dificilmente não se estaria em presença da constituição de uma zona económica que serviria sobretudo, para reforçar a hegemonia do marco, tornando-se mais difícil o processo de partilha de responsabilidades previsto no quadro da constituição de uma União Económica a Doze.

A constituição de dois níveis diferenciados de integração formal, que corresponderia à criação da União Monetária restrita, numa fase de transição para a UEM, poderia vir a criar

obstáculos ao desenvolvimento do processo de integração económica que se realiza objectivamente, pela acção das empresas, pela circulação de capitais, pela circulação de pessoas e dificultar, assim, o processo de convergência entre países, condição *sine qua non* para uma passagem efectiva à terceira fase da UEM.

Em vez de vir a ser uma forma de superar os problemas surgidos nesta fase de transição, a aceitação, desde já, do princípio da Europa a duas velocidades, que é o que significaria, na prática, a criação da união monetária restrita, poderia ser uma forma de os perpetuar no tempo, pela quebra das solidariedades tão arduamente alcançadas.

#### 4.5. A dupla ancoragem marco-ecu

Trata-se de um cenário constante do "Relatório sobre o SME e o programa para 1992: lições a retirar para a implementação da UEM", elaborado no âmbito da *Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários e da Política Industrial do Parlamento Europeu*, apresentado em 14 de Outubro de 1993 e que teve como relator o deputado português João Cravinho (Doc.A3-0294/93).

O relatório foi elaborado em pleno processo de crise do SME e engloba já a análise das consequências da decisão tomada em 2 de Agosto de 1993, pelos Ministros das Finanças e Governadores dos Bancos Centrais das Comunidades, no sentido de alargar as margens de intervenção obrigatória dos participantes no MTC para  $\pm 15\%$ . Apresenta um conjunto de propostas visando reformar o SME, válidas para a segunda fase em curso da UEM, onde se procura manter a fidelidade aos princípios e objectivos definidos no Tratado da União Europeia em matéria de aproximação gradual à UEM.

O Relatório Cravinho", assim conhecido de forma abreviada, propõe, no quadro institucional definido no Tratado, que o SME seja dotado de uma dupla base de apoio: o marco e o ecu.

Esta dupla base de apoio, também designada de dupla ancoragem, mais não seria do que o reconhecimento institucional de uma situação de facto: o marco viu reforçada, ao longo do

funcionamento do SME, a sua importância económica objectiva, afirmando-se como âncora de toda o sistema. O ecu, por sua vez, é reconhecido oficialmente como a moeda central do SME; é a moeda que, nos termos do Tratado, deve ser plenamente desenvolvida em todas as suas funções na segunda fase de UEM; é, finalmente, a moeda que deverá substituir as moedas nacionais no decurso da terceira fase. A institucionalização da dupla base de apoio, seria, pois uma forma de conciliar um *objectivo* - a moeda única - com uma *dinâmica concreta* evidenciada pelo sistema no seu funcionamento - a afirmação do marco como moeda hegemónica.

De acordo com o relatório uma primeira exigência desta dupla base de apoio seria a manutenção de uma relação estável ecu/marco. Para isso considera-se que seria necessário o preenchimento das seguintes condições:

- a) A composição do ecu deveria ser determinada, por um lado, pelos coeficientes de ponderação, por outro, pelos câmbios do ecu calculados pela comissão a partir dos câmbios do dólar americano (segundo o disposto no artº 1º do Regulamento (CEE) nº 3180/78, com a redação que lhe foi dada pelo regulamento (CEE) nº 1971/89);
- b) Deveria ser conferido ao IME o poder de obter e gerir reservas cambiais. As duas autoridades monetárias, o Bundesbank e o IME, definiriam as modalidades práticas e técnicas que deveriam reger as suas intervenções conjuntas, por forma a assegurar a estabilidade da relação ecu/marco;
- c) O valor do ecu, relativamente às moedas que o compõem, deveria manter-se estável. Para isso propõe-se a adopção da fórmula do governo alemão ou a proposta do governo espanhol do *hard ecu*. O objectivo seria redefinir o ecu sempre que ocorresse um realinhamento, por forma a que a taxa de câmbio do ecu se mantivesse estável em relação ao marco. Ou seja, seria necessário reduzir o montante das moedas do cabaz que mais se valorizam relativamente ao marco e aumentar o das moedas que se desvalorizam.

Uma segunda exigência diz respeito à existência de simetria no funcionamento do sistema. Para isso propõe-se que o IME deveria definir modalidades de funcionamento para todos os bancos centrais que deveriam ser cumpridas obrigatoriamente. Para que o IME pudesse desempenhar completamente as funções requeridas no âmbito desta proposta, as contribuições dos Estados membros (antes efectuadas junto do FECOM sob a forma de *swaps*), representando 20 % dos seus activos em ouro e 20% das suas reservas em dólares, seriam transferidas definitivamente para o IME e passariam a constituir reservas deste Instituto.

De acordo com os defensores desta proposta, o funcionamento do SME, duplamente ancorado no marco e no ecu, teria a grande vantagem de resolver parcialmente o problema da “tríade de incompatibilidades”. Em primeiro lugar, a fixidez das taxas de câmbio seria assegurada pelas duas moedas de base e pela sua relação com as outras moedas - a fixidez irrevogável das taxas é considerada o garante da estabilidade da relação ecu-marco. Em segundo lugar, a independência das políticas monetárias seria transformada numa cooperação monetária forçada e não apenas voluntária, como no quadro do SME. Todos os Estados membros participariam nesta cooperação e a todos seria imposta uma disciplina monetária. Em terceiro lugar, a cooperação forçada, assim institucionalizada, permitiria, no contexto da globalização e da circulação livre de capitais, assegurar o controlo da inflação e a estabilização das taxas de câmbio.

De todos os cenários de evolução do SME considerados até agora, a proposta emergente do “Relatório Cravinho” talvez seja aquele que melhor, se ajuste aos problemas e exigências actuais de desenvolvimento do SME.

Uma primeira, e decisiva razão é porque ele encerra a preocupação de prosseguir o caminho em direcção à UEM, evitando a introdução de velocidades diferenciadas neste processo. Apresenta-se, mesmo, como um cenário alternativo à constituição de uma união monetária englobando um “núcleo duro de países”, tal como é proposto pela AUME.

Uma segunda razão é porque ele contempla a manutenção de

uma etapa de transição, em que a cooperação entre bancos centrais, supervisionada e estimulada pelo IME, precede a unificação das políticas monetárias no quadro do SEBC. A manutenção de uma fase de aprendizagem, ainda que forçada, é importante particularmente num contexto em que as forças centrífugas se mantêm fortes.

Uma terceira razão, que se liga com a segunda, é porque ele considera a necessidade de criar mecanismos objectivos que forcem a coordenação das políticas monetárias. Vão neste sentido as propostas de dotar o IME de poderes para regular as intervenções dos diferentes bancos centrais e para obter e gerir reservas cambiais. No fundo, do que se trata, é de antecipar certos poderes do BCE.

Uma quarta razão prende-se com o reconhecimento de que é necessário começar a dar, desde já, um conteúdo real ao ecu, o que é feito propondo o reforço da sua ligação com o marco. Deste modo reconhece-se que a resposta aos problemas derivados da ausência de simetria no funcionamento do SME, não está num combate de todos contra o marco, mas na integração da dinâmica do marco na dinâmica do SME, ou melhor, na transformação da dinâmica do marco numa dinâmica do SME.

Para ser bem sucedida, no entanto, a proposta da dupla ancoragem exigiria que se retomasse o processo de convergência entre as diferentes economias e, mesmo, que esse processo se acelerasse, sob pena de, ou o marco se impôr objectivamente como moeda europeia, dispensando a sua substituição pelo ecu, ou de esta substituição se transformar simplesmente numa mudança de nome do marco.

#### *4.6. O reforço da cooperação monetária*

É um cenário que reflecte, sobretudo, a constatação de uma necessidade, se o objectivo continuar a ser a preservação do SME como instrumento do processo de construção da UEM. Neste sentido será aquele que é susceptível de reunir à sua volta um consenso mais largo e constituir deste modo um ponto de apoio

para aqueles que consideram ser necessário introduzir algumas modificações relativamente aquilo que tem sido nos últimos tempos o funcionamento do SME.

O objectivo seria a criação de uma união monetária de facto, fundada na cooperação voluntária entre bancos centrais, formalmente autónomos e politicamente independentes. Esta cooperação voluntária desenvolveria a confiança entre os diferentes bancos centrais e prepararia a passagem à actuação concertada no quadro do SEBC, prevista para a terceira fase da UEM.

Esta cooperação monetária deveria ser acompanhada, nesta fase de transição, pelo reforço da convergência económica. Seria importante à partida gerar um consenso sobre as políticas monetárias e económicas de crescimento, centradas no reforço da estabilidade. Um elemento central deste consenso deveria ser a aceitação voluntária de uma regra salarial baseada na produtividade. Outro elemento fundamental seria a instauração de um diálogo social ao nível europeu com o objectivo de examinar as implicações do mercado único para o prosseguimento de políticas macroeconómicas. Este diálogo deveria ser realizado no âmbito de varias instituições, particularmente no âmbito do Comité Económico Social, mas também ao nível do Parlamento Europeu, Comissão e Conselho.

Ainda em relação à cooperação monetária considera-se que ela deveria passar pelo reforço do mecanismo das taxas de câmbio, instaurando uma cooperação monetária directa voluntária entre bancos centrais, de maneira a diluir os efeitos desintegradores potenciais dos ataques especulativos na zona de estabilidade, reforçando ao mesmo tempo a capacidade do sistema de servir de ancoragem estável para os países em que continua a ser necessário um ajustamento no sentido da convergência. Bastaria, com este objectivo, estabelecer um regime de contratos entre os bancos centrais da comunidade que definissem as regras de intervenção conjunta.

O reforço da capacidade do sistema de servir de ancoragem passaria pela acordo entre os bancos centrais da zona de

estabilidade no sentido de fornecerem, numa base bilateral, uma facilidade financeira ilimitada a longo prazo (e de uma facilidade suplementar a curto prazo) destinada às intervenções sobre o mercado de divisas. No início da terceira fase da UEM, as posições credoras e devedoras acumuladas no quadro desta facilidade seriam comparadas às reservas em divisas transferidas para o Banco Central Europeu e fundidas numa só moeda. Se por qualquer razão a transição para a terceira fase não viesse a ter lugar, ou se fosse posto fim ao acordo entre bancos centrais, os créditos portadores de juros acumuladas a título da facilidade suplementar, tornar-se-íam reembolsáveis num prazo longo (por exemplo 25 anos).

Os bancos centrais nacionais acordariam entre si as condições de acesso a esta facilidade e encarregariam o IME de vigiar o cumprimento do acordo.

A cooperação monetária passaria ainda pelo estabelecimento de condições que garantissem a coordenação das políticas monetárias, designadamente pelo acordo entre os bancos centrais nacionais sobre a adopção e aplicação de uma regra de coerência para as suas actuações. A coordenação das políticas monetárias deveria ter por objectivo o reforço da convergência económica entre países e todas as medidas que não saíssem de programas de ajustamento, visando a aproximação aos critérios definidos para passagem à terceira fase da UEM, deveriam ser evitadas.

A estabilidade conseguida no contexto do reforço da cooperação monetária beneficiaria, finalmente, a utilização do ecu nas suas diferentes funções e torná-lo-ia cada vez mais atractivo no quadro de uma preparação dos agentes económicos para a moeda única. A promoção do ecu deveria ainda ser feita, recorrendo a companhias de informação, levantando os obstáculos jurídicos ainda existentes, utilizando-o, cada vez mais, nas instituições públicas, etc.

O reforço da cooperação monetária é, sem dúvida, um dos instrumentos fundamentais para a superação das dificuldades actuais de funcionamento do SME e para a criação de condições para a passagem a terceira fase da UEM. No entanto se não forem

criados mecanismos objectivos que a imponham aos bancos centrais nacionais, esta cooperação dificilmente poderá ser realizada apenas no quadro de um empenhamento voluntário. Este é o principal desafio que se coloca ao desenvolvimento do SME: como ultrapassar, na fase de transição que se vive actualmente, a falta de instituições que garantam a adequação das políticas monetárias ao contexto de liberalização do movimento de capitais.

O reforço da cooperação monetária deverá ser encarado como um objectivo central nesta fase de transição mas não deve ser deixado ao critério de cada banco central nacional.

Deverão ser criados mecanismos objectivos que tornem a cooperação entre bancos centrais uma necessidade e dificultem a adopção de medidas unilaterais a coberto da autonomia das políticas monetárias nacionais, ainda prevista no quadro da segunda fase da UEM.

### ***5. Para concluir***

Ao longo dos pontos anteriores procurou-se pôr em evidência o papel que as experiências de integração monetária na Europa tiveram no reforço das relações económicas entre os diferentes países e na afirmação de um espaço económico próprio e diferenciado que veio a ter a sua tradução na actual União Europeia. Desde a sua origem até ao momento actual, pode dizer-se que o processo de integração económica europeia sempre foi marcado, nos seus avanços, nas suas paragens, ou nos seus recuos, pelos processos, retrocessos ou estagnações em matéria de integração monetária. Foi assim, desde a União Europeia de Pagamentos, que criou os laços e as condições para o arranque das Comunidades Europeias, até ao novo sistema monetário europeu, cujo resultados em matéria de convergência de “performances económicas” e de estreitamento das relações monetárias e financeiras entre países-membros, impulsionaram os progressos institucionais em direcção à União Económica e Monetária que vieram a ficar consagrados no controverso tratado de Maastricht. Pelo meio várias foram os momentos de crise mas, em todos eles,

ficou claro que as limitações em matéria de afirmação de uma “personalidade monetária” efectiva dificultaram uma resposta integrada aos problemas e evidenciaram a vulnerabilidade do conjunto dos países que constituíam a Comunidade Europeia face aos choques internacionais. Estas limitações tornaram-se mais gravosas à medida que se acentuou o processo de mundialização e de globalização das relações económicas, de que não deixa de constituir uma expressão a recente inépcia das autoridades monetárias europeias face às manobras especulativas internacionais e que acabou por ter o seu desenvolvimento natural na actual crise do SME.

A História da Comunidade Europeia parece evidenciar que os progressos em matéria da integração e de convergência económica real são inseparáveis dos progressos em matéria de integração monetária. Ora os primeiros, para se poderem aprofundar e consolidar, exigem os segundos. Ora os segundos criam as condições para novos e mais decisivos saltos dos primeiros.. Qualquer paragem, ou crise, a um nível, tem significado quase sempre paragem ou crise, ao outro nível. O que não significa, contudo, que a relação entre ambos não seja isenta de contradições, que se prendem, fundamentalmente, com a diferença de ritmos que se verifica entre ambos.

É nesta perspectiva que se poderá compreender a actual crise do SME, mais como um resultado do seu atrazo relativamente ao patamar de desenvolvimento atingido pela integração económica objectiva, particularmente, aquela que se traduz na liberdade de movimento de capitais, do que como um resultado de debilidades intrínsecas do próprio sistema, designadamente aquelas que poderão ser atribuídas a uma suposta inferioridade no actual contexto de um regime de câmbios fixos relativamente a um regime de câmbios flexíveis.

Neste sentido, a resposta aos problemas que têm afectado nos últimos tempos o funcionamento do SME, não estará no seu “congelamento” aos níveis actuais, considerando aqui incluído o alargamento das margens de flutuação para os 15%, mas no seu reforço, designadamente em direcção ao estabelecimento de uma

efectiva autoridade monetária de carácter supranacional.

Deve, assim, ser dada prioridade, no actual contexto, ao estabelecimento de mecanismos que forcem a coordenação das políticas monetárias dos diferentes países-membros e evitem a tomada de decisões unilaterais. Ao IME deve ser dada, em conformidade, todo o espaço para poder actuar cada vez mais como órgão efectivo de coordenação global das políticas a nível da Comunidade abrindo, deste modo, caminho para uma mais rápida entrada em vigor da política monetária unificada. O exercício antecipado de algumas das funções previstas para o SEBE e o BCE, designadamente, a possibilidade de obter e gerir reservas cambiais, poderá favorecer, nesta perspectiva, a eficácia global da intervenção do IME nesta matéria.

Também não deve ser subestimada a importância de desenvolver, por todas as formas, a utilização do ecu em todas as transações económicas, com especial ênfase para as trocas comerciais, onde essa utilização é incipiente. Poder-se-ia adaptar, uma norma, por exemplo, em que toda a emissão de títulos sobre o mercado internacional devesse ser feita, obrigatoriamente em ecus.

A estabilidade da relação ecu-marco deve constituir outra das preocupações a ter em conta na preparação das condições para a passagem à terceira fase da UEM. Sem esta estabilidade, qualquer tentativa de incentivar a utilização do ecu será votada ao fracasso e a simples coordenação das políticas monetárias não passará de uma miragem. Pelo contrário, assistir-se-á a uma cada vez maior liberdade do marco para actuar sem qualquer tipo de constrangimentos, impondo a sua política aos demais países-membros do sistema. Esta estabilidade exigirá, por um lado, o assegurar da simetria de funcionamento dos mecanismos de ajustamento monetário e, por outro, o alargamento das facilidades de crédito para apoio às moedas mais fracas do sistema. A solidariedade global e institucional é, a este nível, um dos requisitos indispensáveis para que o sistema possa funcionar de modo eficaz.

Todavia deve ter-se presente que todos os passos em matéria de

cooperação monetária e de coordenação de políticas não poderão ter sucesso se não forem acompanhadas por uma efectiva convergência em matéria de “performances” económicas e de níveis de desenvolvimento entre os Doze. Também não poderão ter sucesso se não for encontrada uma resposta eficaz ao grande problema que tem posto à prova a coesão da Comunidade como um todo e que é, actualmente, o problema do desemprego. Aliás, é em torno do desemprego que poderão ser lançadas iniciativas que possam vir a constituir um embrião de uma política económica comum que vise articular e integrar as políticas desenvolvidas a nível de cada Estado-membro. Esta integração das políticas é uma questão crucial para fazer face ao conjunto dos problemas actualmente existentes e para relançar o espírito comunitário, abalado pela recessão económica e pela crise do SME.

Os novos avanços em direcção à UEM exigem que se comece a pensar cada país como uma parcela da realidade mais vasta que é a Comunidade em vez de se continuar a pensar esta como somatório das diferentes realidades nacionais. Os problemas são hoje globais e as soluções também têm que ser globais. Pensar que se pode hoje dar resposta aos problemas de desemprego e crescimento, com que se debate a generalidade dos países europeus, com um alargamento da margem de manobra de cada um, como resulta da decisão de alargamento das margens de flutuação no quadro do mecanismo das taxas de câmbio do SME, é hipotecar o futuro da construção da realidade económica e social da Comunidade europeia.

O avanço em direcção à política monetária comum não terá uma base de sustentação sólida se não forem feitos progressos substanciais em matéria de coordenação e de integração das políticas económicas. É evidente que esta coordenação e integração deverá estar sempre subordinada a um duplo objectivo: modernizar e relançar a economia da Comunidade no seu conjunto; favorecer a convergência económica real entre todos os países membros. Um objectivo é inseparável do outro. Os dois constituirão a base para o sucesso em matéria da união monetária.

Está-se a pouco mais de dois anos da primeira avaliação sobre as possibilidades da passagem à terceira fase da UEM e é pouco provável que, até lá, haja uma maioria de países que satisfaçam plenamente os critérios de convergência fixados como condição no Tratado da União Europeia.

É inevitável que alguma coisa terá de ser revista, mas deve ser no sentido de reforçar a marcha em conjunto em direcção à UEM e não no sentido de institucionalizar uma dinâmica de múltiplas velocidades. Poderão, por exemplo, ser introduzidos novos critérios que tenham a ver com o comportamento da economia da Comunidade, no seu conjunto, e não apenas com as “performances” individuais. Uma taxa máxima de desemprego, um nível mínimo de crescimento do produto, uma dispersão máxima em matéria de alguns indicadores de desenvolvimento económico, poderão ser alguns dos critérios, a juntar aos já existentes em matéria de convergência nominal, e que terão em relação a estes a vantagem adicional de favorecer o desenvolvimento de uma política macroeconómica a nível comunitário, tal como é sugerido no Livro Branco sobre Crescimento, Competitividade e Desemprego.

Em relação à hipótese de passagem “automática” à terceira fase será de rever, quer os prazos definidos, quer o próprio princípio de passagem com qualquer número de países. Alargando os critérios, no sentido de assegurar a preparação da Comunidade como um todo, para a passagem à terceira fase, é natural que o horizonte temporal de referência se estenda para lá do prazo actualmente fixado que é 1 de Janeiro de 1999 e que, também, o número mínimo de passagens seja alargado para os Doze subscritores de Maastricht. Neste sentido poderá ser necessário rever, igualmente, o processo de substituição das moedas nacionais pelo ecu. Parece ser desejável, tanto em atenção a situação actual do SME e as perspectivas da sua evolução até lá, que o prazo de coexistência das moedas nacionais com o ecu-moeda comunitária deveria ser alargado, por forma a testar o sistema e dar mais algum tempo e margem de manobra aos países retardatários. Em contrapartida, a substituição das moedas nacionais pelo ecu, a vir

a efectivar-se, deverá ser de forma simultânea e para todas as moedas.

Reforço das instituições e das políticas comunitárias e sua articulação flexível com as instituições e políticas nacionais, eis o desafio que se irá colocar nos próximos tempos aos responsáveis pela condução do processo de construção da UEM. Do seu êxito ou fracasso, dependerá a viabilidade de, na viragem do milénio, se vir a concretizar finalmente, o velho projecto, de mais de cinco décadas, de superação das rivalidades entre os países na Europa pela criação de uma efectiva e voluntária união económica e monetária.

ISEG, Junho de 1994

# ***ANEXOS***

## *Anexo I*

De acordo com a definição dos textos legislativos, o ecu é definido como uma unidade monetária compósita, constituída por um cabaz de determinados montantes de cada moeda comunitária.

O montante de cada moeda foi definido inicialmente de forma a que o respectivo peso no valor do ecu, no momento da definição do cabaz, fosse proporcional à importância relativa da respectiva economia. Foram utilizados três critérios, a saber:

- a) participação no PNB da Comunidade
- b) parte no comércio intracomunitário
- c) quota do respectivo banco central no mecanismo de apoio monetário a curto prazo.

Relativamente aos dois primeiros critérios utilizaram-se as médias dos últimos 5 anos.

A primeira definição da composição do ecu data de 13 de Março de 1979. Duas revisões se sucederam, a primeira em 17 de Setembro de 1984, no seguimento da entrada no cabaz do dracma grego, a segunda em 21 de Setembro de 1989, no seguimento da entrada do escudo português e da peseta espanhola.

**Composição inicial do ecu e revisão de 1984 e 1989.  
Pesos (1) nas vésperas e nos momentos das revisões.**

Moedas componentes do ecu	Composição inicial e pesos		Nova composição em 1984 e pesos no dia e na véspera da revisão			Nova composição em 1989 e pesos no dia e na véspera da revisão		
	13 Março 1979		14 Set. 1984	17 Set. 1984		20 Set. 1989	21 Set. 1989	
BFR	3,66	(9,1)	(8,1)	3,71	(8,2)	(7,6)	3,301	(7,6)
DKR	0,217	(3,0)	(2,7)	0,219	(2,7)	(2,7)	0,1976	(2,45)
DM	0,828	(33,0)	(36,9)	0,719	(32,0)	(34,7)	0,6242	(30,1)
DR	-	-	-	1,15	(1,3)	(0,6)	1,440	(0,8)
ESC	-	-	-	-	-	-	1,393	(0,8)
FF	1,15	(19,8)	(16,7)	1,31	(19,0)	(18,7)	1,332	(19,0)
HFL	0,286	(10,5)	(11,3)	0,256	(10,1)	(10,9)	0,2198	(9,4)
IRL	0,00759	(1,1)	(1,0)	0,00871	(1,2)	(1,1)	0,008552	(1,1)
LFR	0,14	(0,4)	(0,3)	0,14	(0,3)	(0,3)	0,130	(0,3)
LIT	109,0	(9,5)	(7,9)	140,0	(10,1)	(9,4)	151,8	(10,15)
PTA	-	-	-	-	-	-	6,885	(5,3)
UKL	0,0885	(13,6)	(15,1)	0,0878	(15,0)	(13,0)	0,08784	(13,0)

(1) Pesos entre parênteses

Fontes: *Economie Européenne*, nº 48, p.135

Jornal Oficial das Comunidades Europeias, nºs C 86/5 e C 97/1

Tendo em atenção os dois primeiros critérios apresentados, a composição do ecu é obrigatoriamente revista todos os 5 anos. Para além disso ela pode ser revista em mais dois casos:

- a) mediante pedido se o peso de uma moeda no ecu variar mais de 25%;
- b) adesão de novos estados membros.

O peso de uma moeda no ecu pode ser definido como a relação, em percentagem, entre o número de unidades dessa moeda no cabaz e o valor do ecu nessa mesma moeda.

Por sua vez, o *valor* do ecu numa moeda ou, o que é o mesmo, a taxa de câmbio do ecu face a essa moeda, resulta da soma dos seguintes elementos:

- i. o número de unidades dessa moeda no cabaz;
- ii. os montantes das outras moedas do cabaz, convertidas para a primeira, às taxas de câmbio de mercado.

O valor do ecu, em cada uma das moedas que o compõem, é calculado diariamente pela Comissão das Comunidades Europeias, em função da situação verificada nos mercados de câmbios às 14h e 15m. Igualmente são calculados os valores do ecu em treze outras grandes moedas pelo mesmo método, ou seja, conversão, às taxas de câmbio correntes, dos montantes das moedas componentes do ecu em cada uma das moedas em questão.

Uma vez que estes valores ou taxas de câmbio do ecu são calculados uma vez por dia, verificam-se diferenças em relação às cotações de compra e venda efectuadas ao longo do dia pelos bancos comerciais que operam nos mercados de câmbios.

As taxas calculadas pela Comissão são oficiais, no sentido em que elas se aplicam à utilização do ecu no quadro do SME e em todas as transações oficiais da Comunidade.

Tendo em conta a definição do *peso* de uma moeda, é fácil de ver que este aumenta ou diminui, consoante se verifique uma apreciação ou depreciação dessa moeda relativamente às outras moedas componentes.

Sendo:

$$\text{peso} = \frac{\text{N}^\circ \text{ de unidades de moeda no cabaz}}{\text{taxa de câmbio ecu / moeda}} \times 100$$

a diminuição do denominador significa uma apreciação da moeda face ao ecu (a cotação do ecu é ao certo) e o aumento significa uma depreciação. Dado que o numerador é fixo, o peso varia simplesmente em função da evolução da taxa de câmbio no mercado.

O somatório dos pesos de todas as moedas é forçosamente

igual a 1.

No caso da adesão, a Comunidade concede aos novos estados membros o direito de incorporarem as respectivas moedas no cabaz, de acordo com um calendário e modalidades fixados nos próprios tratados.

## Anexo 2

O indicador de divergência indica em que medida uma determinada moeda se aproxima do seu desvio máximo, o que é feito calculando a percentagem da diferença entre a cotação de mercado do ecu nessa moeda e a sua cotação central face ao referido desvio. Esta percentagem constitui o indicador de divergência e quando atinge 75% a moeda em causa encontra-se no chamado *limiar de divergência*.

Para calcular o indicador de divergência de uma dada moeda dão-se os seguintes passos:

*1º passo:* Cálculo da diferença (D) entre a cotação de mercado do ecu e a cotação - central, relativamente a essa moeda.

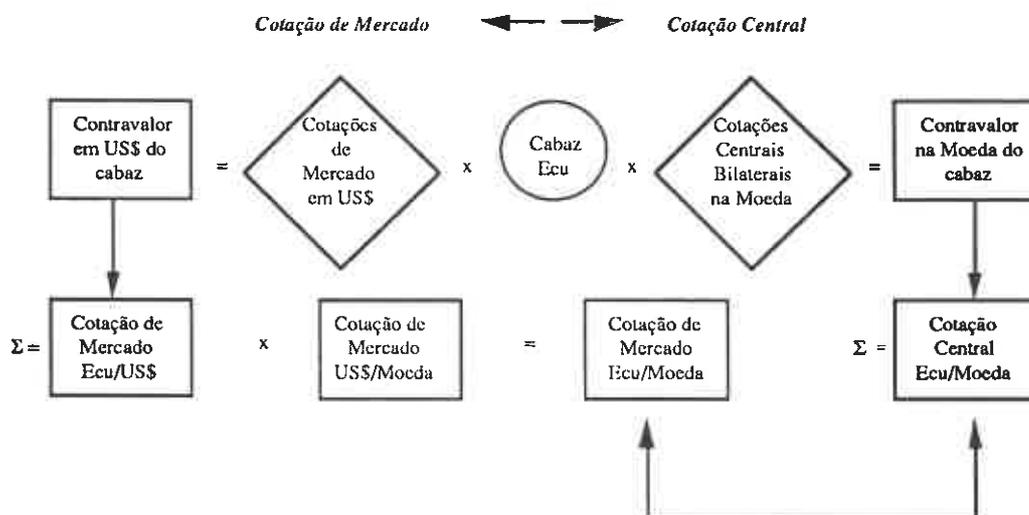
$$D = \frac{\text{ecu mercado} - \text{ecu central}}{\text{ecu central}}$$

*2º passo :* Cálculo do indicador de divergência (ID)

$$ID = \frac{D}{DM} \times 100\%$$

Com DM = *desvio máximo* da moeda em questão face ao ecu

O cálculo das cotações de mercado e central do ecu face a uma determinada moeda é feito como se apresenta a seguir:



O cálculo do indicador de divergência exige ainda o cálculo prévio do *desvio máximo* da moeda face ao ecu.

O desvio máximo de uma moeda face à sua cotação - central em ecus ocorreria se todas as suas cotações de mercado, relativamente às outras moedas do cabaz, se desviassem no mesmo sentido até ao limite máximo estabelecido (actualmente fixado em  $\pm 15\%$ ).

Todavia, o valor do desvio máximo face ao ecu é sempre inferior ao estabelecido para as cotações bilaterais, dado que a moeda em questão é ela própria componente do cabaz e, por conseguinte, não pode variar em relação a si própria.

Fácil é de concluir que o desvio máximo de uma moeda face ao ecu aproximar-se-á tanto mais do valor máximo estabelecido para as cotações bilaterais quanto menor for o seu peso no cabaz.

O limiar de divergência (LD) de uma moeda pode assim ser obtido através da seguinte expressão:

$$DM = \text{Limite bilateral de flutuação} \times (1 - \text{Peso da moeda no cabaz}) \times 0,75 = LD$$

O pressuposto de acção ocorre quando o limiar de divergência de uma moeda é atingido. Pode dar lugar então a:

- intervenções diversificadas nos mercados de câmbios;
- medidas de política monetária internas (por ex. alteração das taxas de juro);
- modificação da cotação central;
- outras medidas de política económica.

O indicador de divergência constitui uma base objectiva de desencadeamento de consultas entre as autoridades monetárias dos diferentes países. Permite identificar a moeda que se afasta mais da média das outras e assim indicar mais claramente onde se situam as responsabilidades, o que permite conduzir, pelo menos em teoria, a uma repartição mais equitativa dos custos de ajustamento.

## *Bibliografia*

- *Acto Único Europeu* (1991), Coimbra, Livraria Almedina.
- BALDASSARRI, M. e MUNDELL, R. (edit.), (1994). *Building the new Europe, vol.1: The Single Market and Monetary Unification*, New York, Macmillan/St.Martin's Press/Revista di Politica Economica - SIPI.
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (1989). *SME: dez anos de progressos na cooperação monetária europeia*, X/39/89- PT.
- IMF (1993), *World Economic Outlook (advance copy)*.
- *La première phrase du SME: enseignements du SME et options politiques pour l'avenir. Synthèse de travail* (1993), Parlement Europeen, Direction Générale des Études, Série Économique, W-9, Luxemburgo, julho 1993.
- LOUIS, J.-V. (1990). *Do Sistema Monetário Europeu à União Monetária*, Bruxelas - Luxemburgo, Comissão das Comunidades Europeias.
- LOUW, A. (1991). "L'ecu et son rôle dans le processus vers l'union monétaire. In *Economie Européenne*, nº 48.
- MENDONÇA, A. (1992). "O Sistema Monetário Internacional: o sistema de Bretton-Woods". In *Câmbio, Financiamento e Risco*/Mendonça, A. (org.), Lisboa CEDIN-ISEG, 1992, pp. 25-60.
- MENDONÇA, A. (1992). "O Sistema Monetário Europeu". In *Câmbios, Financiamento e Risco*/MENDONÇA, A.(org.), Lisboa CEDIN-ISEG, 1992, pp. 61-83.
- MENDONÇA, A. (1992). "O Sistema Monetário Europeu no contexto da União Económica e Monetária". In *Câmbios, Financiamento e Risco*/MENDONÇA, A. (org.), Lisboa CEDIN-

ISEG, 1992, pp.85-105.

- "Rapport économique annuel pour 1993", *Economie Européenne*, n° 54, 1993.

- *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne* (1989), *Europe/Documents*, n° 1550/1551, 20 avril.

- *Relatório da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários e da Política Industrial sobre o SME e o programa para 1992: lições a retirar para a implementação da UEM* (1994), Parlamento Europeu, Doc. PO/RR/237/237027,pc, 14 de Outubro.

- YPERSELE, J. e KOEUNE, J.-E (1984). *O Sistema Monetário Europeu*, Bruxelas, Comissão das Comunidades Europeias.

- SAMUELSON, A. (1990). *Economie Monetaire Internationale*, Paris, Dallor.

- *Tratado da União Europeia* (1992), Bruxelas-Luxemburgo, CECA-CEE-CEEA



