



Documentos de Trabalho  
Working Paper Series

*“Área monetária óptima e política monetária  
na Zona Euro: duas questões em debate”*

*António Mendes da Silva Ferraz*

NIPE WP 5 / 2000

**PROPOSTA DE ARTIGO**

***“ÁREA MONETÁRIA ÓPTIMA E POLÍTICA MONETÁRIA  
NA ZONA EURO: DUAS QUESTÕES EM DEBATE”***

**LOCAL:** ESCOLA DE ECONOMIA E GESTÃO  
UNIVERSIDADE DO MINHO  
GUALTAR  
4710 BRAGA CODEX

**AUTOR:**

ANTÓNIO MENDES DA SILVA FERRAZ(\*)

**(\*) – Professor Catedrático da EEG – Universidade do Minho**

**2000**

## **RESUMO**

Pretendemos com o presente estudo fazer uma abordagem teórica e prática de duas questões que consideramos de primordial importância no actual processo de construção da União Económica e Monetária Europeia (UEM). Por um lado, a questão de saber se estamos ou não perante uma “zona monetária óptima” na União Europeia (UE). Introduzimos, a propósito, a problemática sobre os previsíveis impactos resultantes do advento de “choques agregados nominais” nos Estados-membros da UEM. Por outro lado, abordamos a questão e o respectivo debate sobre o papel deve ser atribuído à “política monetária comum” na criação de condições para um “crescimento economicamente sustentado”.

Os processos de convergência real e nominal que tem vindo a ser prosseguidos na União Europeia (UE) deverão induzir a que tais “choques” afectem a economia europeia de uma forma tendencialmente “simétrica”. Até lá, contudo, será de prever a verificação de “choques assimétricos” dado o ainda elevado grau de diferencial económico entre os vários Estados-membros.

A estabilidade dos preços e a criação de uma moeda forte e estável que dê sustentação àquele objectivo e na actualidade uma prioridade da política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Porém, tal posicionamento não tem vindo a merecer consenso entre os analistas dada a necessidade premente sentida por parte desses analistas em ordem a criação de uma UEM com mais coesão económica e social, mais solidária, com um “crescimento socialmente sustentado”, o que seria contraditório com a estrutura de política monetária em vigor na Europa da moeda única.

## ÍNDICE

|                                                                                                 |          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <b>I - NOTAS</b>                                                                                | <b>1</b> |
| <b>INTRODUTÓRIAS.....</b>                                                                       |          |
| .....                                                                                           |          |
| <b>II - A POLÍTICA MONETÁRIA COMUM: QUESTÕES</b>                                                | <b>2</b> |
| <b>ESTRATÉGICAS.....</b>                                                                        |          |
| 1. Enquadramento Geral do Banco Central Europeu (BCE) e Regras de Adopção da Política Monetária | 2        |
| Comum.....                                                                                      |          |
| 2. Política Monetária Europeia: Que Estratégia?.....                                            | 4        |
| 2.1. Determinantes de Opção                                                                     | 4        |
| Estratégica.....                                                                                |          |
| 2.1.1 A Imposição de Estratégias de Política Monetária                                          | 4        |
| Comum.....                                                                                      |          |
| 2.1.2 A Política Monetária Comum: O Ambiente Económico e Financeiro.....                        | 5        |
| 2.2 As Opções Alternativas da Política Monetária                                                | 6        |
| Europeia.....                                                                                   |          |
| 2.2.1 A Definição e Medida de Estabilidade dos Preços.....                                      | 7        |
| 2.2.2 Estratégia de Política Monetária Comum e Estabilidade de Preços.....                      | 10       |
| 2.3 Estratégia de Política Monetária Europeia: Patamares Essenciais.....                        | 5        |
| 3. Aspectos Concretos da Adopção da Política Monetária                                          | 1        |
| Europeia.....                                                                                   | 6        |
| 3.1 A Escolha dos Instrumentos da Política Monetária                                            | 1        |
| Comum.....                                                                                      | 7        |
| 3.2 Caracterização dos Instrumentos e Mecanismos da Política Monetária                          | 1        |
| Comum.....                                                                                      | 8        |
| 3.2.1 Operações de Mercado                                                                      | 1        |
| Aberto.....                                                                                     | 8        |
| 3.2.2 Mecanismos Permanentes de Cedência e Absorção de Liquidez.....                            | 20       |

|                                                                    |   |
|--------------------------------------------------------------------|---|
| 3.2.3 Reservas Mínimas                                             | 2 |
| Obrigatórias.....                                                  | 1 |
| <b>III - A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA: ANÁLISE GERAL SOBRE OS</b> |   |
| <b>CUSTOS E BENEFÍCIOS E CARACTERIZAÇÃO DOS</b>                    | 2 |
| <b>MECANISMOS DE</b>                                               | 2 |
| <b>AJUSTAMENTOS</b>                                                |   |
| <b>MACROECONÓMICOS.....</b>                                        |   |
| 1. Análise Geral Sobre os Custos e Benefícios                      | 2 |
| .....                                                              | 2 |
| 2.Caracterização dos Mecanismos de Ajustamentos                    | 2 |
| Macroeconómicos.....                                               | 5 |
| 2.1 Os Choques e os Ciclos                                         | 2 |
| Económicos.....                                                    | 5 |
| 2.2 Os Mecanismo de Ajustamentos                                   | 2 |
| Macroeconómicos.....                                               | 7 |
| 2.2.1 Mercado de Trabalho (Salários) e Mercado de Bens e           | 2 |
| Serviços (Preços)...                                               | 8 |
| 2.2.2 Mercado                                                      | 2 |
| Financeiro.....                                                    | 9 |
| 2.3 A Política Macroeconómica no Processo de Ajustamentos dos      | 3 |
| Mercados.....                                                      | 0 |
| 2.3.1 A Política Monetária e Taxa de Câmbio na                     | 3 |
| UEM.....                                                           | 0 |
| 2.3.2 Política Orçamental na UEM: Flexibilidade e Coordenação      | 3 |
| das Políticas...                                                   | 1 |
| <b>IV - PORTUGAL E A</b>                                           | 3 |
| <b>UEM.....</b>                                                    | 2 |
| <b>V -</b>                                                         | 3 |
| <b>CONCLUSÕES.....</b>                                             | 5 |
| .....                                                              |   |
| <b>VI - REFERÊNCIAS</b>                                            | 3 |
| <b>BIBLIOGRÁFICAS.....</b>                                         | 7 |

## **I - NOTAS INTRODUTÓRIAS**

A ideia da moeda única europeia é uma consequência da efectivação do Mercado Único na União Europeia (UE).

A supressão de entraves à livre circulação de mercadorias, serviços e capitais no espaço da UE teria de ser seguida de acções, por parte dos Estados-membros da UE, visando a estabilidade cambial, que permitisse atenuar a incerteza económica, potenciar os benefícios do mercado interno aberto e favorecer o crescimento e o emprego. O aprofundamento da integração dos mercados, a globalização dos mercados financeiros e o reforço da interdependência económica entre os países membros reduziram a eficácia das políticas económicas nacionais para alcançar a estabilidade macroeconómica. Tendo por meta a criação de uma zona de efectiva estabilidade monetária, aparece o Relatório Delors (1989). A lógica é promover a eficiência económica e o desenvolvimento do comércio intracomunitário, estimular o investimento e eliminar a incerteza cambial, uma vez que volatilidade das taxas de câmbio e eventuais desvalorizações seriam sempre uma fonte de instabilidade no funcionamento do Mercado Único Europeu. A criação de uma união monetária decidida pelo Tratado de Maastricht, é uma solução que permite ultrapassar o problema de credibilidade associado à possibilidade existente no Sistema Monetário Europeu (SME), de realinhamentos nas taxas de câmbio das moedas nacionais; reduz, por sua vez, os custos de conversão e os riscos cambiais e atenua as tensões entre os Estados-membros quanto à política monetária mais oportuna.

Actualmente, a União Económica e Monetária (UEM) é já um facto, pelo que se desenha a total transferência, para órgãos da UE, das competências no que se refere às políticas monetária e cambial.

A problemática acerca da Política Monetária na EU será exactamente o objecto central do presente artigo.

O objectivo é compreender melhor as alterações que deverão acontecer, e como irá o Banco Central Europeu (BCE) conduzir uma política monetária comum aos onze países que integram a primeira fase da Moeda Única Europeia (EURO), no qual se inclui Portugal.

Sendo o período de transição uma condição imposta pelo Tratado da União Europeia (TUE), e estando ainda em aberto questões às quais só o futuro irá responder, tais como os ajustamentos que os Estados-membros deverão prosseguir, será, contudo, desde já, oportuno focalizar e debater alguns aspectos que consideramos relevantes em termos de política monetária comum e do papel do BCE.

Em termos metodológicos, analisar-se-á, por um lado, especificamente as questões que envolvem o desenvolvimento da política monetária comum e os instrumentos a que o BCE poderá recorrer, e, por outro lado, proceder-se-á a um breve balanço dos possíveis custos e benefícios da UEM e as principais consequências no caso de verificação "choques" nos diferentes países ("Choques Assimétricos") ou na UE no seu todo ("Choques Simétricos").

## **II - A POLÍTICA MONETÁRIA COMUM: QUESTÕES ESTRATÉGICAS**

### ***1 - Enquadramento Geral do Banco Central Europeu (BCE) e Regras de Adopção da Política Monetária Comum***

As regras de adopção da política monetária comum só estarão devidamente definidas uma vez que o BCE esteja devidamente implantado e operacional. Porém, os alicerces para a aplicação da Política Monetária Europeia no futuro já estão realizadas e uma parte significativa dos elementos que a formam estão já prontos e à espera de serem colocados em prática. Estes alicerces foram erigidos pelos Chefes dos Estados-membros quando, em 1992, assinaram o TUE.

O TUE determina duas regras básicas para o BCE e a sua política monetária: a estabilidade dos preços e a independência do BCE.

A estabilidade dos preços, como regra prioritária, significa que o principal objectivo do BCE é prosseguir uma inflação baixa e estável. Apesar da obrigatoriedade do BCE em dar suporte às políticas económicas gerais da UEM, como, por exemplo, crescimento económico sustentado, emprego e protecção social, tais políticas apenas poderão ser

adoptadas pelo BCE até ao ponto em que elas não venham a colidir com o seu objectivo primeiro de estabilidade dos preços. A racionalidade económica implícita nesta estratégia é que a estabilidade dos preços contribui para a alocação óptima dos factores de produção, fomentando assim, um processo de crescimento e de criação de emprego sustentado a médio e longo prazo.

A independência do BCE diz respeito, em concreto, à independência das suas decisões face a órgãos governamentais, parlamentares e outras instituições, quer a nível europeu quer a nível nacional dos Estados-membros. Tendo em conta o TUE, na condução da política monetária comum, os decisores do BCE estão proibidos de procurar ou obedecer a ordens de qualquer um daqueles órgãos. Como corolário, TUE obriga esses órgãos a respeitar a independência do BCE e a não interferirem nos mesmos traçados para a política monetária europeia. Esta independência tem em consideração proteger o BCE de pressões políticas e permitir a capacidade de ele levar a cabo tarefas com a devida perspectiva de médio e longo-prazo.

Porém, a questão da eficácia da independência do BCE não é consensual, como podemos verificar pelo seguinte relato do autor de De Grauwe, P. (1997, p. 177):

"A questão que aqui se coloca é a de saber se o reconhecimento explícito, nos estatutos do BCE, da sua independência política e a estabilidade dos preços, como objectivo principal da política monetária, é suficiente para garantir um BCE à prova de inflação.

Podemos levantar algumas dúvidas a este respeito. Com certeza, os políticos alemães têm dúvidas, caso contrário, não insistiriam tanto no cumprimento dos Critérios de Convergência como garantias adicionais de estabilidade dos preços na futura UEM. Existem boas razões para acreditar que a prática actual da política monetária pode desviar-se dos princípios estabelecidos no TUE. A razão é que os indivíduos que a conduzirão estão sujeitos a influencias sociais e culturais. Alguns vêm de países onde a renúncia à inflação não é tão intensa como na Alemanha, e podem, por isso, actuar diferentemente dos indivíduos sentados na direcção do Bundesbank, mesmo que o estatuto do BCE tenha sido copiado pelos seus estatutos.

Posen (1994) realizou uma pesquisa muito interessante sobre o relacionamento entre independência política e inflação. A sua conclusão é que ambas são

resultado de interesses económicos e sociais mais profundos. Alguns países sofrem fortes pressões de grupos anti-inflação; nestes países observa-se que o Banco Central Nacional (BCN) tende a ser independente politicamente e a inflação baixa. Noutros países, onde os grupos de pressão se opõem menos à inflação, os BCN são menos independentes e a inflação será mais elevada. Esta pesquisa ensina-nos que o comportamento dos Bancos Centrais é muito influenciado pelas forças sociais e económicas subjacentes, de modo que uma mera alteração dos seus estatutos não será, por si só, suficiente para a alteração do seu comportamento".

## ***2. Política Monetária Europeia: Que Estratégia?***

A estratégia da política monetária comum pode ser entendida como abrangendo o conjunto de procedimentos, de acordo com os quais o BCE decide como actuar de modo a atingir os seus objectivos prioritários. De uma maneira geral, inclui dois vectores, o primeiro, tem a ver com o processo de decisão interno ao BCE, o segundo, diz respeito com a apresentação das suas acções de política monetária comum ao público.

### ***2.1 Determinantes de Opção Estratégica***

Na opção de estratégia na fase de implementação do Euro, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) deverá ter em consideração um conjunto de princípios normativos estabelecidos para orientar as suas actuações, por um lado, e o ambiente económico e financeiro no qual irá operar, por outro lado.

#### ***2.1.1 A Imposição de Estratégias de Política Monetária Comum***

A obrigação de estratégias de política monetária comum alternativas para SEBC é enquadrada pelos seguintes princípios gerais (IME, 1997, p.7):

- *Eficácia*: a estratégia deve colocar o SEBC numa posição que lhe permita efectivamente prosseguir o seu objectivo principal.
- *Responsabilidade*: a estratégia deve envolver a formulação e anúncio público dos objectivos escolhidos, de modo a que o SEBC possa ser responsabilizado perante o público pelas suas acções.

- *Transparência*: o processo de estabelecimento de objectivos e a formulação das decisões, tomando por base a estratégia, deve ser transparente para o público.
- *Orientação a médio Prazo*: a estratégia deve permitir ao SEBC atingir o seu objectivo a médio prazo, providenciando assim uma âncora para as expectativas sobre a inflação, mas, ao mesmo tempo, providenciando ao SEBC algum arbítrio para dar resposta a desvios de curto prazo, do objectivo anunciado.
- *Continuidade*: a estratégia do SEBC deve ser construída com base na experiência adquirida pelos Bancos Centrais Nacionais (BNC) antes do arranque da fase inicial do Euro (a partir de 1 de Janeiro de 1999).
- *Consistência com a independência do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)*: a estratégia deve ser consistente com o estatuto independente garantido pelo TUE ao SEBC.

A estratégia de "Eficácia" aparece-nos como sendo o princípio mais geral, uma vez que pode ser encarado como contribuindo em alguns aspectos para a eficiência da estratégia da política monetária comum, por exemplo, ajudando a fazer com que os anúncios do SEBC sejam mais credíveis, controlando as expectativas inflacionistas do público e facilitando a manutenção da estabilidade dos preços.

### ***2.1.2 A Política Monetária Comum: O Ambiente Económico e Financeiro***

Ao orientar a estratégia do SEBC, o ambiente de política monetária comum na fase inicial do Euro e a situação específica dessa fase devem, também, ser tidos em linha de conta.

Um aspecto fulcral deste ambiente relaciona-se com a dimensão da zona Euro e o facto dos países participantes apresentarem um elevado nível de trocas comerciais entre si, evidenciado pela elevada taxa de comércio intra-europeu. Tal facto induz que a evolução das taxas de câmbio irá constituir um aspecto implicando menos preocupações para a conduta da política monetária comum, do que o verificado para a maioria dos BNC antes da entrada da UEM. Um elemento de futuro também essencial para a opção da estratégia, serão as características do processo de transmissão da política monetária europeia dentro da zona Euro.

Os mecanismos de transmissão das decisões do BCE relativamente às taxas de juro oficiais não funcionarão de forma semelhante para todos os países da zona Euro, se bem que as diferenças existentes tendam a diluir-se com a integração financeira, a crescente concorrência entre as instituições bancárias e a convergência das economias. A questão é que uma variação das taxas de juro oficiais poderá não afectar todos de igual forma porque há diferenças relevantes entre os Estados-membros. São paradigmáticos os casos do financiamento a longo prazo e a taxas de juro fixas relativamente ao financiamento a curto prazo e a taxas variáveis; dos níveis de endividamento das empresas; ou da velocidade de resposta das taxas activas e passivas dos bancos às variações das taxas do mercado monetário. Por exemplo, a proporção da dívida privada a uma taxa variável de curto prazo é maior em Portugal e na Itália do que na Alemanha, na Dinamarca ou na Holanda. Sendo assim, a economia portuguesa e italiana serão mais sensíveis às alterações da política monetária por parte do BCE, sendo mais rápido o impacto das variações das taxas de juro oficiais. A relativa incerteza que envolve todo esse processo de transmissão das decisões do BCE quanto às taxas de juro e oficiais será um dos maiores desafios da situação específica do SEBC na fase inicial do Euro.

## ***2.2 As Opções Alternativas da Política Monetária Europeia***

O objectivo da estabilidade dos preços é baseado na ideia de que a política monetária consegue garantir melhor o crescimento económico ("sustentado") se gerar um ambiente monetário estável e previsível de baixa inflação. Tal quadro teórico-empírico inspira-se nas designadas correntes de pensamento económico de índole "Clássica ou Liberal" que sugerem que a política monetária no longo prazo apenas afecta as variáveis nominais, como sejam o nível de preços e outros agregados monetários, enquanto que o nível médio das variáveis reais, tal como o PNB ou o nível de desemprego, não podem ser controladas por esta política. Tal perspectiva obviamente não tem merecido consenso, em particular, no que se refere as correntes de pensamento de índole "Keynesiana ou Intervencionista".

O TUE não especifica o conteúdo preciso do objectivo da estabilidade dos preços, deixando ao BCE a liberdade de defini-lo em concreto. Nomeadamente, há duas questões importantes que o BCE tem de resolver: em primeiro lugar, como definir e

medir a estabilidade dos preços, e, em segundo, que política monetária comum deve ser utilizada para conseguir garantir essa estabilidade.

### **2.2.1 A Definição e Medida de Estabilidade dos Preços**

O objectivo de estabilidade dos preços poder-se-ia encarar com o facto de o BCE dever tentar manter o nível médio de preços inalterado ao longo dos tempos. Não é esta a interpretação normalmente feita pelos Bancos Centrais. Regra geral, a estabilidade dos preços é entendida como sendo obtida quando a inflação é baixa e estável.

Subsistem motivos para esta interpretação menos literal. A primeira, é que é largamente aceite que os índices de preços geralmente inflacionam a verdadeira taxa de inflação, pois estão sujeitos a uma série de desvios: não são considerados os melhoramentos na qualidade e nas características técnicas dos produtos, bem como a introdução de novos produtos; também minimizam o efeito dos saldos ou das lojas de desconto no preço que as pessoas pagam pelas suas compras, etc. Estima-se que os índices de preços, em geral, sobrestimam a taxa de inflação anual em cerca de 1.1 a 1.5 pontos percentuais. Assim, um nível de preços estável, medido pelos índices existentes, seria apenas atingido com contínua deflação.

Em adição, tem-se defendido que numa economia onde os preços não se ajustam facilmente no sentido descendente, uma inflação igual a zero não deixa espaço suficiente para alterações nos preços relativos. Se nenhum preço pode ser ajustado para baixo, então impôr um objectivo de inflação igual a zero fecharia efectivamente o padrão existente dos preços relativos. Argumenta-se, que uma modesta taxa de inflação permitirá aos preços relativos se ajustarem mesmo quando os preços são rígidos à baixa (Ver, *Economic Papers*, nº 125, 1997, p. 11).

No mercado de trabalho, em particular, quanto a realidade europeia, dado o crescimento da produtividade, os aumentos salariais podem, em média, exceder a inflação dos preços, e mesmo um objectivo de inflação muito baixa deixaria espaço suficiente para as diferentes evoluções salariais entre sectores, de modo a permitir uma suficiente diferenciação salarial. Actualmente, os Bancos Centrais que estabeleceram um valor numérico para a estabilidade estimam uma taxa de inflação de 2% ao ano ou menos.

Em consonância com esta linha de pensamento o autor de De Grauwe, P. (1997, p. 179) desenvolve o seguinte raciocínio:

"Nos anos 50 Milton Friedman formulou a visão de que a taxa de inflação óptima é zero. A razão básica para esta conclusão é que uma taxa de inflação igual a zero maximiza a utilidade total da moeda que se possui. Dois outros factores, recentemente investigados, põe dúvidas a esta conclusão.

Primeiro, existe evidência de que as medidas convencionais de inflação tendem a subestimar a verdadeira taxa de inflação em 1 a 2 pontos percentuais por ano. Uma das razões é que as medidas de inflação convencionais não levam em consideração melhoramentos de qualidade, por exemplo. Conclui-se que se observamos uma taxa de inflação de 1% ou 2%, a verdadeira taxa de inflação subjacente é provavelmente zero.

Segundo, existem argumentos teóricos que defendem uma inflação um pouco mais elevada que zero. O principal é que os choques sectoriais microeconómicos requerem ajustamentos nos salários reais relativos. Em particular, uma empresa ou sector pode ser confrontada por choques negativos que necessitam de uma queda no nível do salário real. Se a taxa de inflação for zero tal quebra no salário real só será possível via redução do salário nominal; se, contudo, a inflação for positiva podemos atingir um declínio no salário real mantendo os aumentos do salário nominal abaixo da inflação. Existe larga evidência de que a resistência à redução no salário nominal é elevada e, por isso, limita os ajustamentos de salário real quando a taxa de inflação é zero. Ou seja, num ambiente de inflação igual a zero, é natural haver rigidez do salário real, fazendo com que os ajustamentos a choques sectoriais assimétricos sejam mais difíceis de atingir.

A análise anterior leva à conclusão de que a taxa de inflação óptima seria da ordem dos 2% a 4% ao ano; a política seguida pela maioria dos BCN europeus ao longo dos anos 90, sugere que eles estima valores abaixo destes, tendo a maioria estabelecido como objectivo uma inflação abaixo dos 2%. Existe uma elevada probabilidade do BCE também querer manter a taxa abaixo dos 2%. Logo, parece que o BCE irá seguir um alvo para a taxa de inflação que pode ser demasiado baixo comparado ao valor óptimo e, conseqüentemente, elevando o risco de prolongadas políticas monetárias deflacionistas e a redução da flexibilidade do salário real".

Uma questão relacionada com a problemática anterior é saber se um Banco Central (BC) deverá definir o objectivo em termos de nível de preços ou de inflação. "A

diferença entre os dois tem a ver com a actuação do BC quando ele falha o seu alvo - por exemplo, um nível acima do desejado. Um BC que define a estabilidade dos preços em termos de nível de preços, tentará corrigir os desvios e trazer os preços para o nível desejado através de um período de inflação abaixo da média. Pelo contrário, para um BC que se centraliza na inflação, "passado é passado", i.e, desvios passados da inflação em relação ao nível estabelecido como alvo não têm qualquer influência sobre o nível de inflação desejado para o futuro" (*Comissão Europeia, 1997, Economic Papers, n° 125, p. 12*).

Será de esperar que o entendimento do BCE sobre a estabilidade dos preços, esteja muito perto desta última. O Instituto Monetário Europeu (IME) definiu que um dos princípios gerais da política monetária será a orientação a médio prazo; a intenção, contudo, permitir alguma margem de actuação discricionária na resposta a curto prazo devido a desequilíbrios macroeconómicos.

Uma vez feita a opção por uma definição adequada de estabilidade de preços, a questão seguinte é a sua medição, ou seja, a determinação de um "patamar" para a evolução dos preços com o propósito de medir se o objectivo foi na verdade atingido. Não existe uma medida única óbvia para a medição do nível de preços, mas sim uma larga escala de índices, cada um dos quais sujeito aos seus próprios problemas.

Conforme a recomendação do IME, seja qual for a estratégia de política monetária, o BCE necessitará de uma definição quantificada para o objectivo final de estabilidade dos preços; este facto marcará a transparência da estratégia e permitirá ao público em geral uma base sobre a qual poderá avaliar o desempenho do BCE.

No caso da política monetária comum, o facto de o Euro abranger onze países, implica uma questão adicional para a medição dos preços. É natural que diferentes países apresentem períodos de divergência na evolução dos preços, primeiro porque os países deverão, por vezes, situar-se em diferentes pontos do ciclo económico, mas também porque as alterações nos impostos indirectos, subsídios, etc., não serão necessariamente coincidentes entre os Estados-membros. Para avaliar a evolução dos preços em toda a zona do Euro, o BCE terá de elaborar uma espécie de média ponderada da evolução dos preços nos Estados-membros participantes.

A zona Euro apresentará muito logicamente períodos de diferenciações significativas de inflação entre os Estados Membros. Podem-se apresentar várias razões para se pensar que tais diferenças sejam maiores do que aquelas verificadas, por exemplo, nos EUA. Confrontando com o caso americano, a UE regista mercados de trabalho nacionais muito mais segmentados, cada um com as suas próprias características quanto ao sistema de formação de salários. Heterogeneidades nos sistemas de impostos nacionais e reformas fiscais não sincronizadas, podem também contribuir para diferenciais de inflação. Acrescente-se, que alguns países encontram-se ainda, em pleno processo de "catching-up", com elevado crescimento da produtividade no sector externo traduzindo-se em elevadas taxas de aumentos salariais. Também no sector terciário, será plausível acréscimos de preços, devido ao facto do crescimento da produtividade ter vindo a revelar-se mais lento, face aos aumentos salariais, podendo, desta forma, contribuir para a elevação da taxa de inflação geral. Por último, a inexistência de um orçamento federal na UE reduz as possibilidades dos países em sincronizarem os seus ciclos económicos e pode, por esta via, contribuir para os diferenciais da taxa de inflação.

### ***2.2.2 Estratégia de Política Monetária Comum e Estabilidade de Preços***

O IME (1997, p. 8) teve em consideração, nomeadamente cinco estratégias para a fase inicial do Euro: fixação de objectivos (intermédios) para a taxa de câmbio do Euro, para a taxa de juro e para o crescimento do produto nominal, o controlo indirecto do crescimento dos agregados monetários ou controle sobre a Base Monetária "*High Powered Money*" e o controlo directo da taxa de inflação. Todavia, atendendo ao ambiente económico e financeiro que se prevê venha a prevalecer nesta fase, será, em princípio, de excluir para já as três primeiras opções, porém, não podemos ainda determinar com exactidão qual das duas restantes será a mais adequada.

A fixação de um objectivo para a taxa de câmbio não é visto como apropriado já que, para uma área potencialmente grande como é a zona Euro, tal aproximação poderia ser inconsistente com o objectivo interno de estabilidade dos preços. A utilização das taxas de juro, como alvo intermediário, não é considerada desejada dadas as dificuldades na identificação da taxa de juro real de equilíbrio que poderia ser consistente com a estabilidade dos preços. Se o objectivo assentasse no crescimento do produto nominal,

tal facto, poderia induzir na existência de um suporte nominal transparente e poderia ser consistente, com a estabilidade dos preços, porém, ele seria de difícil controle pelo SEBC e seria passível de interpretações equívocas em relação ao seu objectivo final, poderia ser objecto de revisões estatísticas significativas, criando incerteza sobre o desempenho da inflação da economia.

Posto isto, resta a possibilidade de adopção de duas estratégias anteriormente referidas, ou seja, o controlo indirecto da massa monetária e o controlo directo da inflação. Estas estratégias nas suas formas puras, podem ser claramente diferenciadas a nível teórico, mas a sua aplicação prática, a diferentes países, tem vindo a revelar a existência de vários elementos que se interagem entre ambas, sendo a delimitação efectiva entre as estratégias em causa, menos óbvia do que é o verificado a nível teórico. Em comum está o facto de pretenderem alcançar o mesmo objectivo final - a estabilidade dos preços; estão voltadas para o futuro; e, na prática, um vasto número de indicadores são utilizados aquando da implementação de qualquer uma daquelas estratégias. O factor de distinção mais notório entre elas é o papel desempenhado pelos agregados monetários.

O controlo indirecto da massa monetária baseia-se nas teses de inspiração "Clássica ou Liberal" de que, no longo prazo, a inflação é um fenómeno monetário. Se admitirmos a hipótese de existência de uma relação estável entre oferta de moeda e inflação, então ao controlar a quantidade de moeda em circulação, também se consegue controlar a inflação. A nível operacional, um Banco Central que advogue tal tese, controla o crescimento de um agregado monetário determinado contra o anúncio prévio e regular dos objectivos a atingir e, eventualmente, reage a desses objectivos monetários, através de ajustamentos na política monetária. O agregado monetário actua como um intermediário, para se alcançar a estabilidade dos preços e também como um indicador de inflação. Assim, uma alta taxa de expansão monetária pode ser indicativa de inflação no futuro, mormente se acompanhada de uma elevada taxa de expansão do crédito interno. Como instrumento intermediário, transmite o objectivo da política monetária através da constituição de uma "âncora" para as expectativas sobre a inflação e influência, indirectamente, a formação dos salários e preços.

A principal vantagem apontada a este tipo de estratégia, em geral, tem a ver com a possibilidade de uma fiscalização mais rigorosa: os agregados monetários são

controláveis, mais directamente, pelo Banco Central do que o comportamento presente dos preços. A adequação desta estratégia depende basicamente da estabilidade, da previsibilidade da relação de longo prazo entre o agregado monetário adoptado e os preços. "As experiências no que se refere à estabilidade desta relação são variadas: em alguns países, como o Reino Unido e os EUA, a aparente estabilidade desta relação parece ter desaparecido logo após o Banco Central a ter começado a explorar para controlar o nível de preços; noutros países, como a Alemanha, o objectivo monetário tem estabelecido um admirável caminho ao longo de várias décadas". (*Comissão Europeia, 1997, Economic Papers, nº 125, p. 14*). A aceitação desta ideia não tem sido, contudo, consensual.

Será de referir também que a UEM introduzirá uma quebra estrutural na interacção entre o Banco Central e o sector bancário privado. A harmonização dos instrumentos monetários implicará alterações em todos os Países Membros; trará importantes ajustamentos comportamentais nos sectores privados e público, transformando o processo de transmissão da política monetária.

Sobre a problemática em questão terá toda a propriedade recorrermos ao autor de De Grauwe, P. (1997, p. 186) do qual transcrevemos a seguinte passagem:

"Uma das questões é saber se o BCE deveria fazer do stock monetário o seu alvo para atingir o objectivo da inflação. Como se sabe, o Bundesbank tem utilizado a oferta de moeda como meio favorito para atingir os seus objectivos de inflação. Durante as discussões preliminares técnicas no IME, os representantes do Bundesbank sugeriram que o BCE seguisse a mesma abordagem. Há, por isso, uma grande hipótese do BCE vir a utilizar a oferta de moeda como o procedimento principal para conduzir as políticas monetárias.

Vamos começar pelas relações estabelecidas pela Teoria Quantitativa da Moeda, para analisarmos as vantagens e desvantagens desta abordagem:

$m + v = p + y$  onde,  $m$  é o stock de moeda,  $v$  a velocidade de circulação da moeda,  $p$  o nível de preços e  $y$  o PNB real

também podemos escrever esta equação em taxas de variações, derivando em relação ao tempo:

$$m = p + y - v$$

O alvo monetário implica, agora, que as autoridades monetárias fixem a taxa de crescimento do stock monetário **m**, de modo a atingir um valor específico de inflação **p**. De modo a fazê-los, as autoridades devem fazer uma previsão da taxa de crescimento futura do output **y** e da velocidade **v**.

Vamos supor que prevêm um crescimento de output de 2% ao ano e que a velocidade se mantém constante; então a equação diz-nos que de modo a conseguir uma inflação de, por exemplo, 2%, o stock monetário deve crescer 4% ao ano.

Este raciocínio tornou-se popular nos finais dos anos 60, com o aparecimento do chamado paradigma "Monetarista". Desde então, o entusiasmo em relação a esta forma de lançar a política monetária tem enfraquecido, pelas seguintes razões: primeiro, o conceito de stock monetário é muito abrangente - devemos utilizar M1 ou M2 ou um conceito mais abrangente de stock monetário?

Muitas vezes estes diferentes conceitos de stock monetário têm-se movimentado em direcções opostas, dando diferentes sinais às autoridades monetárias. Segundo, os "resultados" do stock monetário são libertados com um atraso de uma a várias semanas e são, muitas vezes, de fraca qualidade.

Deverá o BCE copiar o Bundesbank e utilizar a oferta de moeda como seu procedimento operacional principal? Um argumento a favor é que, já que o Bundesbank tem sido bem sucedido em manter a inflação baixa e já que ele o tem feito dentro da estratégia de controlo da oferta de moeda, o BCE irá ganhar com a reputação que esta combinação tem produzido se fizer exactamente o mesmo.

Os argumentos contra este raciocínio são, no entanto, bastantes fortes. Por um lado, não é claro que o BCE possa suportar falhar o alvo a maioria das vezes. Isto irá provavelmente acontecer se pudermos extrapolar da experiência de muitos BC que utilizaram este procedimento. O Bundesbank, com a sua forte reputação de lutador contra a inflação, pode escapar às críticas mesmo com grandes erros em atingir o seu alvo; não parece que o BCE, pelo menos inicialmente, tenha um tratamento por parte do mercado tão benevolente. Por outro lado, as instituições monetárias da UEM estarão inicialmente em grande fluxo, o que levará a grandes e imprevisíveis trocas entre os diferentes conceitos do stock monetário e, levará a

grandes flutuações na velocidade. Terceiro e mais importante, o stock monetário é uma alvo intermédio - sendo a inflação o alvo principal. Tal como a equação põe claro, a precisão com a qual este tipo de alvo nos levará para perto do objectivo último, depende da precisão com que prevemos a taxa de crescimento do output e da velocidade de circulação da moeda. Têm surgido importantes problemas em prever o crescimento da velocidade, devido à rápida taxa de inovação financeira, que gera um comportamento imprevisível da circulação".

Por sua vez, a estratégia tendo por base o controlo directo da taxa inflação tem características diferentes. Agora a centralização faz-se directamente na taxa de inflação futura esperada. Um variado número de indicadores, incluindo os agregados monetários, são referenciados para prever a inflação com um ou dois anos de antecedência, e a política monetária é ajustada de acordo com essas previsões.

A vantagem relativa desta estratégia é a transparência para o público e a sua centralização directa no alvo final de estabilidade dos preços. Contudo, a desvantagem maior é que a própria inflação não é directamente, ou facilmente, controlável pelo BC. Mesmo num cenário óptimo, a política monetária afecta a inflação com um "gap" temporal, de modo que o seu sucesso pode não ser imediatamente verificado.

Desta forma, tal como no controlo indirecto dos agregados monetários, a previsibilidade é essencial, ou seja, a estratégia será tanto mais eficaz quanto com base na informação disponível, o BC tiver possibilidade de formar um quadro razoavelmente claro das pressões inflacionistas. "Presentemente, vários países, como o Reino Unido, Espanha, Finlândia e Suécia, estão a exercer uma política monetária gerada para um explícito controlo da inflação. Até agora a experiência tem sido positiva; o problema é que o alvo na inflação. Até agora a experiência tem sido positiva; o problema é que o alvo na inflação é um fenómeno recente, e um ambiente macroeconómico não inflacionário tem feito o sucesso chegar mais facilmente. Logo, a evidência acumulada das virtudes desta estratégia não é ainda esmagadora". (*Comissão Europeia, 1997, Economic Papers, nº 125, p. 16*).

Em suma, as resoluções definitivas sobre a estratégia a seguir serão tomadas em concreto no Conselho Governativo do BCE, tendo em atenção o ambiente económico e financeiro da zona Euro. Os numerosos debates, no seio do IME tem servido para preparar essas decisões e têm o objectivo de disponibilizar ao SEBC guias de orientação que deverão a auxiliar a fazer as opções mais eficientes.

### ***2.3 Estratégia de Política Monetária Europeia: Patamares Essenciais***

Não sendo possível, para já, determinar com precisão as metodologias a seguir pelo SEBC relativamente a implementação da política monetária comum, a experiência sugere os seguintes cinco patamares essenciais que o SEBC deverá ter em conta seja qual for a metodologia escolhida:

- o anúncio público de uma definição quantificada do objectivo final da estabilidade dos preços, de modo a reforçar a transparência e credibilidade da estratégia do SEBC;
- a publicitação de um objectivo específico no qual o desempenho do SEBC possa ser objecto de avaliação permanente pelo público, e, portanto, traduzindo um elemento de responsabilização;
- a utilização de toda a informação de interesse para se atingir o objectivo final da política monetária. Neste sentido, a estratégia deverá ser baseada num conjunto alargado de variáveis e indicadores que possam servir de auxiliares quando se analisam os riscos da estabilidade de preços futura. De acordo com a experiência usual, parece ser apropriado para este conjunto de variáveis a inclusão, de igual forma, de variáveis financeiras e outras não financeiras. O próprio SEBC decidirá como utilizar estes (ou outros) indicadores, em simultâneo, internamente e na sua ligação com o público, à luz das circunstâncias dominantes;
- do total de variáveis e indicadores empregues pelo SEBC, aos agregados monetários deveriam ser atribuídos um papel relevante, seja qual for a extensão estabelecida do seu crescimento, com a condição de que a procura por moeda possa ser considerada suficientemente estável no longo prazo;
- o SEBC deveria estar numa posição de fazer as suas próprias previsões para a inflação e outras variáveis económicas.

Em suma, deverá o SEBC estabelecer, o mais rapidamente possível, a estratégia de política monetária e a metodologia de controle a prosseguir, o que dependerá, em grande medida, das circunstâncias económicas e financeiras prevalecentes na fase inicial do Euro.

### ***3. Aspectos Concretos da Adopção da Política Monetária Europeia***

A fim de adoptar a política monetária comum há variadas facetas sobre as quais o BCE tem de tomar decisões. As opções prioritárias referem-se à identificação clara da variável objectivo, a dimensão temporal deste objectivo, o seu alcance e a resposta do BCE a desvios relativamente aos valores previstos. De igual forma será, essencial para a

estratégia a comunicação com o público em geral. De acordo com a prática corrente dos BCN parece de interesse que a estratégia de comunicação do SEBC passe pelos seguintes elementos: a publicação dos seus objectivos e detalhes da sua derivação; a publicação regular de estatística e análises relevantes da política monetária; e, a explicação dos desvios do objectivo e as correspondentes reacções políticas do BCE.

Por fim, o SEBC será equipado com infraestruturas estatísticas e análises necessárias que permitam a elaboração de um guia de conduta para a política monetária comum. O IME e os BCN estão a fazer trabalhos preparatórios para garantir que esta infraestrutura esteja disponível antes de 1 de Janeiro de 1999.

Este quadro operacional deverá permitir que o SEBC possa prosseguir as suas tarefas. Primeiro, é de extrema importância que o SEBC seja capaz de controlar o seu objectivo operacional de forma eficiente que, sob condições normais, será uma taxa de juro a longo prazo. Segundo, os instrumentos de política monetária deverão permitir ao SEBC transmitir as suas intenções da política monetária de uma forma clara e distinta. Também, um quadro operacional que lhe permita controlar os agregados monetários, através do aumento da elasticidade da procura de moeda seria desejável, nomeadamente se o SEBC quiser utilizar o agregado monetário como o objectivo intermédio, assegurando-se que tal quadro não enviesse o relacionamento entre o agregado monetário e o nível de preços. Finalmente, seria adequado que tal quadro operacional permitisse, por um lado, a transmissão de uma informação clara a ser retirada da evolução dos mercados, e, por outro lado, contribuisse para um mais eficaz funcionamento do sistema de pagamentos.

### ***3.1 A Escolha dos Instrumentos da Política Monetária Europeia***

Com base na experiência adquirida pelos BCN e seguindo o determinado pelo TUE, bem como pelo Estatuto do SEBC, o Conselho do IME (*IME, 1997, p. 15*) adoptou os seguintes princípios gerais de orientação da escolha dos instrumentos da política monetária:

- a regra da eficiência operacional refere que os instrumentos e os mecanismos devem permitir que o SEBC os utilize de modo eficiente;
- o conjunto de instrumentos devem estar de acordo com os princípios do mercado implícito no TUE, i.e., a adopção da política monetária comum deve adequar-se ao princípios da economia de mercado aberto, com livre concorrência e permitindo uma eficiente alocação dos recursos;

- a regra da igualdade de tratamento deverá ser utilizado a fim de que SEBC trate todas as instituições financeiras, que têm acesso às suas instalações, de igual forma;
- os instrumentos de política monetária e os mecanismos respectivos deverão, tendencialmente, se caracterizar pela simplicidade, clareza e eficiência em termos de custos;
- a regra da descentralização implica que o BCE possa utilizar os BCN para levar a cabo operações da sua competência. Este envolvimento dos BCN na execução das operações decididas pelo BCE, permitirá a utilização da experiência extensiva operacional dos BCN;
- a continuidade sendo desejável, faz com que o novo quadro operacional deva contar, tanto quanto possível, com a infraestrutura existente e com a experiência dos BCN, garantindo que a aplicação destes princípios não entre em conflito com os outros princípios operacionais orientadores;
- os instrumentos a serem adoptados devem ser harmonizados, ao máximo, de forma a garantir que a política monetária comum seja eficiente em toda a área Euro.

Uma característica importante da UEM é a do mercado interno deixar de ser o do país para passar a ser o do conjunto dos mercados participantes. Para ser efectivo, esse mercado tem de ter regras e exige sistemas coordenados que actuem com rapidez e eficácia nas transacções comerciais e nos pagamentos transnacionais.

Os sistemas de contacto e informação entre os BCN e as instituições financeiras nacionais no quadro dos Mercados Monetários nacionais (MMI e MIT) indispensáveis a prossecução da política monetária dos Estados-membros, actualmente, não são compatíveis, entre si. Assim, as transacções em Euros serão efectuadas no quadro da UEM através de um sistema informático coordenado conhecido pela sigla "TARGET" (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer).

É o sistema previsto para execução da política monetária, estando no entanto disponível para a transmissão de pagamentos privados de grande montante.

A principal vantagem do TARGET é a sua segurança e rapidez, já que operará em tempo real.

Finalmente, o conjunto de instrumentos da política monetária deve garantir que o Conselho Governativo do BCE esteja em posição de controlar de forma permanente toda a política monetária adoptada, em conformidade com o poder decisivo do SEBC.

### **3.2 Caracterização dos Instrumentos e Mecanismos da Política Monetária Comum**

Atendendo ao exposto anteriormente o Conselho do IME definiu um conjunto de instrumentos de política monetária que estarão à disposição do SEBC, logo no início da fase Euro. Assim, está previsto o SEBC utilizar, prioritariamente, operações de Mercado Aberto "*Open Market*" no Mercado Interbancário de Títulos comum (MIT), bem como a utilização dos Mecanismos Permanentes de Cedência e Absorção de Liquidez no Mercado Monetário Interbancário (MMI), nomeadamente no pagamento "*overnight*". Surgirá, em lugar dos "Indexantes Nacionais", Libor, Mibor, Pibor, Lisboa, etc, um único mercado de empréstimos entre instituições financeiras da UEM que deverá, em princípio, se designar por EURIBOR.

#### **3.2.1 Operações de Mercado Aberto**

O BCE utilizará as designadas operações de "*Open Market*", no MIT comum da UE, com o objectivo de gerir a evolução das taxas de juro, gerir o estado da liquidez nos Mercados Monetários e indicar a orientação da política monetária comum. O SEBC disporá, essencialmente, de cinco espécies de instrumentos, dos quais os mais relevantes serão os acordos de recompra, compras definitivas, emissão de títulos da dívida pública, *swaps* sobre divisas e a constituição de depósitos de termo fixo.

O BCE decidirá os termos e condições para a implementação das operações de "*Open Market*". Nesta área estão contemplados, três diferentes procedimentos, os leilões normais, os leilões rápidos e os procedimentos bilaterais.

Estes mecanismos serão utilizados pelo SEBC em ordem a prosseguir os seguintes quatro tipos de operações de política monetária:

- operações principais de refinanciamentos, sob a forma de acordos de recompra, para fornecimento regular de liquidez com a frequência semanal e a maturidade de 2 semanas. Estas operações serão executadas pelos BCN com base nos leilões normais. As principais operações de refinanciamento desempenharão um papel fulcral no alcance dos objectivos das operações de "*Open Market*" do SEBC, e serão utilizados para permitir o volume necessário de refinanciamento ao sector financeiro;
- as operações de refinanciamento de longo-prazo: traduzirão uma parte restrita do volume total do refinanciamento e serão, também, adoptadas na forma de acordos de recompra, com a frequência mensal e maturidade de três meses.

Nestas operações, o BCE, em princípio, não deverá ter como objectivo o de dar sinais ao mercado e, por isso, actuará como um "taker" da taxa de juro;

- o SEBC executará operações "*fine tuning*", numa base *ad hoc*. Têm a finalidade de gerir a situação de liquidez no mercado e de orientar as taxas de juro, mormente com o objectivo de atenuar os efeitos, nas taxas de juro, de flutuações não esperadas na liquidez. As operações de "*fine tuning*" serão, antes de mais, aplicadas como acordos de recompra, mas também podem assumir a forma de leilões normais, *swaps* sobre divisas e compras definitivas. Os instrumentos e mecanismos utilizados nestas operações serão adequadas às circunstâncias concretas e aos objectivos específicos, que se devem seguir conjuntamente com as operações. Normalmente, deverão ser utilizadas pelos BCN através de leilões rápidos ou procedimentos bilaterais. O BCE e o Conselho Governativo decidirão se, sob circunstâncias excepcionais, as operações "*fine tuning*" poderão ser executadas de forma centralizada ou descentralizada pelo BCE.
- Finalmente, o SEBC poderá ainda influenciar a posição de liquidez estrutural do sector bancário em relação ao SEBC, utilizando certificados da dívida, acordos de recompra e procedendo a compras definitivas. As operações com a forma de acordos de recompra e o lançamento de títulos da dívida pública, serão processados de acordo com os leilões normais; as compras definitivas serão aplicadas na forma de procedimentos bilaterais. O estabelecimento destes instrumentos é feita pelos BCN numa base descentralizada (**Ver Quadro I**).

#### QUADRO I

##### OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO ("OPEN MARKET")

| Tipos de transacção  |                      | Prazo contratual | Frequência | Procedimentos |
|----------------------|----------------------|------------------|------------|---------------|
| Cedência de liquidez | Absorção de liquidez |                  |            |               |

|                                                    |                                         |                                                                                     |                 |                       |                                             |
|----------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------------|---------------------------------------------|
| <b>Operações principais de refinanciamento</b>     | Acordos de recompra                     | —                                                                                   | Duas semanas    | Semanal               | Leilões normais                             |
| <b>Operações de refinanciamento de longo prazo</b> | Acordos de recompra                     | —                                                                                   | Três meses      | Mensal                | Leilões normais                             |
| <b>Operações de "fine tuning"</b>                  | Acordos de recompra<br>Swaps de divisas | Acordos de recompra<br>Swaps de divisas<br>Constituição de depósitos de prazo fixos | Não normalizado | Não regular           | Leilões rápidos<br>Procedimentos bilaterais |
|                                                    | Compras definitivas                     | Vendas definitivas                                                                  | —               | Não regular           | Procedimentos bilaterais                    |
| <b>Operações estruturais</b>                       | Acordos de recompra                     | Emissão de certificados da dívida                                                   | Normalizado     | Regular e não regular | Leilões normais                             |
|                                                    | Compras definitivas                     | Vendas definitivas                                                                  | Não normalizado | Não regular           | Procedimentos bilaterais                    |

Fonte: Aníbal Cavaco Silva

(1997), p. 54

Fonte original: IME (1997), p.

18

### 3.2.2 Mecanismos Permanentes de Cedência e Absorção de Liquidez

A sua função é de "cedência" ou "absorção" de liquidez no MMI comum da UE, nomeadamente no segmento "overnight", delimitando as taxas de juro deste mercado (de muito curto prazo) e indiciando a posição geral da política monetária comum. Estão à disposição do SEBC dois tipos de possíveis de actuação:

- a "cedência" de liquidez, que permitirá às contrapartes obter liquidez "overnight" junto do BCN, a uma taxa de juro pré-especificada contra activos elegíveis.  
Em situações normais, não haverá limites de crédito ou outras restrições às contrapartes para terem acesso a este mecanismo excepto terem suficientes activos subjacentes para efectuarem a operação. O objectivo é satisfazer as necessidades de liquidez, de curto prazo, das contrapartes; a taxa de juro, de cedência de liquidez marginal, providenciará o valor máximo para a taxa de juro do mercado "overnight";
- a "absorção" de liquidez, que permitirá às contrapartes fazerem depósitos "overnight" a uma taxa de juro pré-especificada, junto do BCN. Em situações normais, não haverá limites ao valor das respectivas contas de depósito, ou quaisquer outras para as contrapartes lhe terem acesso. A taxa de juro, do depósito, fornecerá o valor mínimo para a taxa de juro "overnight" (Ver Quadro II).

## QUADRO II

### MECANISMOS PERMANENTES DO SEBC

|                             | <b>Tipos de transacções</b> | <b>Prazo contratual</b> | <b>Frequência</b>                    |
|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|--------------------------------------|
| <b>Cedência de liquidez</b> | Acordos de recompra         | Overnight               | Acesso à discricção das contrapartes |
| <b>Absorção de liquidez</b> | Depósitos                   | Overnight               | Acesso à discricção das contrapartes |

Estas duas operações serão executadas de modo descentralizado pelos BCN.

Os termos e condições serão estabelecidos pelo BCE e serão idênticos em toda a zona Euro; i.e., todas as instituições que preencham o critério de elegibilidade para serem tratadas como contraparte terão direito a aceder a ambos os mecanismos. O BCE reservará o direito de, em qualquer momento, alterar as condições ou suspender os mecanismo existentes.

### **3.2.3 Reservas Mínimas Obrigatórias**

Tendo por base os estatutos do SEBC, o BCE pode solicitar às instituições de crédito a constituição de um depósito junto do BCN como Reserva Mínima de Caixa, inserido no quadro do sistema de reservas mínimas do SEBC.

Contudo, os estatutos do SEBC não formalizam com a necessária clareza este tipo de procedimento, pelo que o BCE terá de requerer ao Conselho da UE a aprovação de um regulamento para que este mecanismo possa ser adoptado. Se o BCE decidir empregar um sistema de reservas mínimas, todas as instituições relevantes estabelecidas na zona Euro estarão legalmente sujeitas a ele. Em adição, tal facto, implicará que as entidades financeiras não registadas na zona Euro, mas aqui estabelecidas também se terão de sujeitar a este procedimento.

O sistema de reservas mínimas tem por objectivo influenciar a liquidez estrutural do sistema bancário e facilitar o controlo da expansão monetária.

### **III - A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA: ANÁLISE GERAL SOBRE OS CUSTOS E BENEFÍCIOS E CARACTERIZAÇÃO DOS MECANISMOS DE AJUSTAMENTOS MACROECONÓMICOS**

#### ***1. Análise Geral Sobre os Custos e Benefícios***

A compreensão do funcionamento da UEM passa pela caracterização de dois aspectos perfeitamente complementares: uma moeda única e de uma moeda estável. Estes dois aspectos correspondem a dois objectivos que se relacionam entre si na UEM: eficiência e estabilidade.

Na maior parte da literatura económica sobre a problemática da unificação monetária na Europa baseia-se na questão da eficiência, tendo por referência a designada Teoria das Uniões Monetárias. Por consequência, os analistas do fenómeno tem tentado estabelecer os possíveis os ganhos e perdas podem relacionados com a supressão das diferentes moedas nacionais, em favor da moeda única comum.

Quanto aos possíveis benefícios, da moeda única, esta, é geralmente entendida como sendo um complemento necessário à própria eficiência do funcionamento do Mercado Único Europeu, tendo em conta os três seguintes argumentos. Primeiro, os Países membros da UE não podem obter ganhos completos devido a existência do Mercado Único a menos que sejam eliminadas plenamente o risco cambial e os custos de conversão das moedas, que se põem com a utilização de várias moedas nacionais. Assim, e a título exemplificativo, a "*Comissão Europeia (1990, One Market, One Money)*", que fortemente defende esta visão, estimou que os custos de transacção, devido à utilização de múltiplas moedas representava cerca de 0,5% do PNB da UE, em meados dos anos 80. Um estudo mais recente do Instituto IFO alemão coloca este valor em 1%, em meados dos anos 90" (*Comissão Europeia, 1997, Economic Papers, nº 124, p. 1*). Por sua vez, não sendo tarefa fácil quantificar, os custos de eficiência da má alocação de recursos, devido ao risco cambial, podemos, contudo, afirmar que tais custos podem ser bem maiores sem a existência da moeda única. Segundo, devido à liberalização dos movimentos de capital na Europa estes ganhos não podem ser obtidos simplesmente pela fixação de taxas bilaterais entre as moedas nacionais. "Esta opinião foi expressa há já uma década por *Tommaso Pado-Schioppa (1988, p. 376)*, quando ele avisou quanto à errada opção de combinar um quarteto inconsistente de objectivos políticos na Europa: livre comércio, completa mobilidade de capitais, taxas de câmbio fixas e políticas monetárias nacionais independentes. Ele argumentou que a única

solução para a inconsistência é completar o mercado interno com uma união monetária" (*Comissão Europeia, 1997, Economic Papers, n.º 124, p. 2*).

A complementariedade referida entre a união monetária e a integração comercial é assente, não só, em considerações de eficiência, mas de igual maneira, em argumentos de "política económica". A lógica é que dada a extensão de competitividade na UE, as flutuações na moeda afectam de forma muito significativa a posição competitiva, dando lugar a políticas de depreciação competitiva ("dumping" dos câmbios) que poderiam induzir ao aparecimento de medidas proteccionistas. Daí resulta que, as flutuações cambiais, se admitidas, poderiam implicar em várias distorções no Mercado Único.

Como corolário, a União Europeia ganhará uma força política mais consentânea com o estatuto de espaço económico mundial que representa, podendo defender melhor os seus interesses face aos Estados Unidos e Japão. A moeda única europeia pode ser vista como sendo uma condição chave para o aumento da influência da UE na cooperação e coordenação monetária e financeira internacional e na defesa do sistema multilateral de trocas.

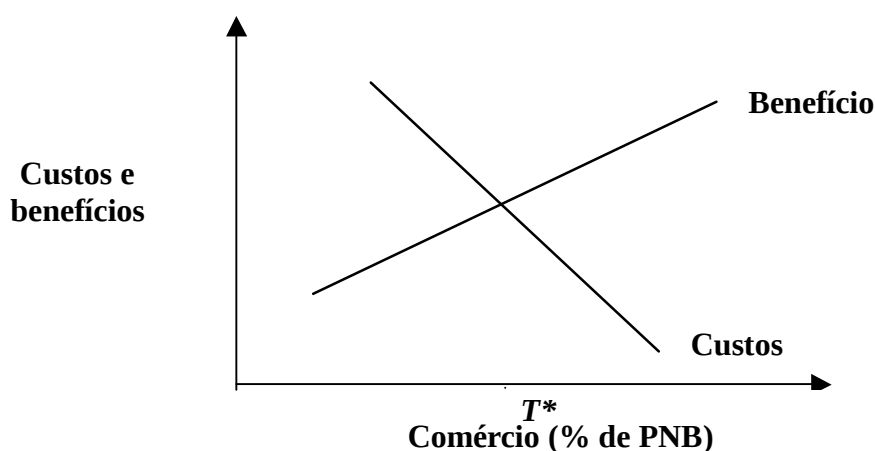
Quanto aos possíveis custos, a Teoria das Uniões Monetárias costuma indicar como relevante o problema com que os Países membros da UEM podem ser confrontados na ausência do instrumento da taxa de câmbio, no caso do advento de "Choques Agregados" nacionais. Acerca desta problemática poder-se-ão colocar as seguintes questões: Primeiro, a pesquisa tem tentado examinar as implicações potenciais da UEM para a ocorrência destes choques. Existem indicações razoáveis para que a probabilidade de ocorrência de "Choques Agregados" nacionais seja significativamente reduzida com a UEM. Pelo contrário, comportamentos macroeconómicos divergentes foram frequentemente resultado de reacções políticas descoordenadas a "Choques Agregados" comuns, que em parte desaparecerão com a UEM. Por consequência, situações em que a política cambial é apropriada para responder a distúrbios macroeconómicos, são restritas ao caso dos Estados-membros da UE. Em segundo aspecto tem a ver com a existência de políticas económicas alternativas para a absorção de "Choques Agregados" nacionais persistentes, dado que as autoridades nacionais perdem a sua independência monetária. Entre estas políticas económicas alternativas a nível nacional destacam-se, a política orçamental (pese embora limitações impostas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento na UEM) e no domínio do mercado de trabalho, as políticas de "moderação salarial" e flexibilização do mercado laboral.

De seguida e a título ilustrativo, passaremos a analisar os custos e benefícios da união monetária numa base gráfica, de autoria De Grauwe, P., 1997, p. 70:

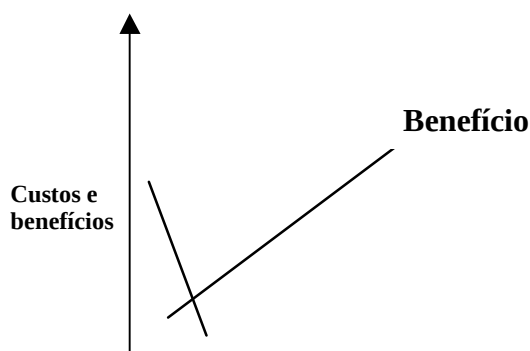
"O ponto de intersecção das linhas de custo e benefício determina o nível crítico de abertura de um país, que faz com que seja vantajoso para um país se juntar numa UEM com os seus parceiros comerciais. À esquerda desse ponto, o país está melhor sem se juntar à UEM e manter a sua moeda, à direita ele ganha se renunciar à sua moeda nacional. A figura permite-nos ainda ver que a forma e a posição da linha dos custos depende, em grande parte, da visão que se tenha da eficiência da taxa de câmbio como um instrumento de correcção, dos efeitos de diferentes desenvolvimentos da procura e custos entre os diferentes Estados envolvidos.

Num extremo, temos a visão Monetarista, defendendo que alterações da taxa de câmbio são ineficientes como instrumento de correcção destes diferentes desenvolvimentos, entre países. E, mesmo que fossem eficientes, a utilização de políticas de taxas de câmbio colocam sempre os países em pior posição. Nesta visão, a curva de custos estará muito próxima da origem; o ponto crítico que faz com que seja compensador fazer uma UEM, está perto da origem.

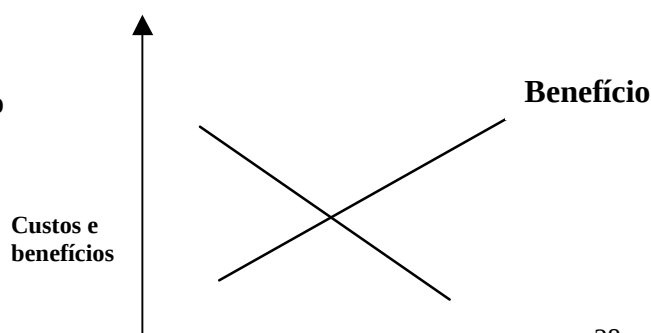
a) Esquema geral



b) Hipótese Monetarista



c) Hipótese Keynesiana





No outro extremo temos a visão Keynesiana defendendo que o mundo está repleto de factores de rigidez nos preços, salários e até no factor trabalho - , de modo que a taxa de câmbio pode ser um instrumento poderoso para eliminar desequilíbrios. A curva de custos está longe da origem, de modo que apenas um restrito grupo de países estará interessado em formar uma UEM.

É evidente para todos nós que desde a década de 80 a visão Monetarista tem ganho muitos aderentes e alterou a visão de muitos economistas em relação à realização da UEM e os seus efeitos positivos".

## **2. Caracterização dos Mecanismos de Ajustamentos Macroeconómicos**

### **2.1 Os Choques e os Ciclos Económicos**

A problemática referente a forma como os Estados Membros poderão absorver eventuais "Choques Assimétricos Negativos", traduz, na realidade um dos mais importantes desafios que se colocam aos países da UEM, dado que, em princípio, apenas lhes restam a possibilidade de utilização restrita da política orçamental quando confrontados com situações económicas adversas. Na análise da Comissão Europeia sobre a eventualidade do advento de "Choques" económicos (*Economic Papers*, nº 125, Novembro 1997) argumenta-se que a utilização das taxas de câmbio tendo em vista a estabilização da actividade económica, é essencial e potencialmente adequado em situações de desequilíbrios a nível nacional, o mesmo se aplicando à política monetária. Contudo, com a UEM e respectiva orientação para a convergência real e nacional e a estabilidade dos preços na UEM, a probabilidade de surgimento de "Choques" verdadeiramente nacionais tornou-se bastante reduzido. O novo ambiente económico diminuirá a intensidade de situações em que se justificaria uma alteração na taxa de câmbio e novos canais de ajustamento alternativos deverão aparecer.

Desta forma, a avaliação dos efeitos de similariedade das estruturas económicas na UEM é fulcral. No caso da UE, o volume elevado de comércio intra-comunitário é um indicador de que as economias não são totalmente distintas em termos de estrutura industrial (Krugman, P. e Obstfeld, M., 1997, p. 632). Este facto constitui por si um

atenuante dos efeitos perversos de "Choques Agregados" adversos. Como refere, a propósito, o Comissário Europeu, *Yves-Thibault de Silguy* em recente entrevista ao *Jornal Público - Economia* com o título "*O Euro não é uma Revolução*" (13 de Abril de 1998, p. 18): "Se houver um "choque" será sobretudo simétrico, toda a gente mergulhará ao mesmo tempo ou toda a gente subirá ao mesmo tempo".

Assim, os "choques" que afectam de igual maneira e de forma sincronizada todas as economias da UEM, não justificam, a priori, alterações nas paridades nacionais. Em última instância, a taxa de câmbio do Euro, face às outras moedas, reajustar-se-á para restabelecer o equilíbrio. Além disso, a noção de "Choques Assimétricos" é algo lata para se poder inferir se uma alteração na taxa de câmbio será ou não a melhor política a prosseguir. Em tal contexto, poder-se-á considerar a seguinte classificação de "Choques Agregados" económicos:

1. **"Choques" nacionais versus "choques" específicos de um sector** - apenas na situação de um "Choque" específico de um país poder-se-á afirmar que a alteração na taxa de câmbio, é uma boa medida de política económica, dado que altera os preços relativos face ao exterior e aumenta a sua competitividade externa. No caso de o "choque" atingir uma indústria particular, a política cambial não traduzirá a melhor opção de política: uma depreciação da taxa de câmbio iria afectar todos os sectores, em particular, os que dependem de bens importados. Daí resultaria fortes pressões inflacionárias pela via das importações.
2. **"Choques" reais versus "choques" financeiros** - mesmo na categoria de "choques" especificamente nacionais, alterações na taxa de câmbio poderão resultar positivamente se ocorrerem variações na procura agregada. Quanto a "choques" nos mercados financeiros nacionais, a flexibilidade da taxa de câmbio nominal não será a via mais adequada. As taxas de câmbio fixas permitem o livre movimento internacional de capitais conforme a sua maior ou menor procura.
3. **"Choques" temporários versus "choques" permanentes** - quanto aos "choques" temporários (essencialmente do lado da procura) o uso da política monetária e cambial apresenta-se adequado, pelo facto, de poder estabilizar a procura agregada. Quanto aos "choques" com efeitos a longo prazo, permanentes, (essencialmente do lado da oferta), a adopção da taxa de câmbio pode simplesmente adiar uma necessária e premente realocação de factores travando ainda mais o lento processo de reformas estruturais na UE. Na classe dos "choques" permanentes, mesmo os diferenciais de crescimento da produtividade entre economias da UEM são gradualmente atenuados num regime de taxas de câmbio fixas.

**4. "Choques" exógenos versus "choques" induzidos** - o ambiente de estabilidade esperado na UEM propiciará a redução de "choques" induzidos por determinadas políticas.

Do exposto, se poderá extrair a ideia de que a política cambial é potencialmente útil em determinados casos, em especial, devida ao advento de "choques" nacionais reais e temporários. Contudo, a possibilidade destes casos acontecerem torna-se relativamente reduzido com a integração do comércio europeu e com as medidas de política voltadas para a estabilidade. Quando os choques são exógenos, ajustamentos na taxa de câmbio ou monetários não terão grande impacto na sincronização dos ciclos económicos. Porém, é admissível que a UEM possa acentuar as flutuações económicas quando os "choques" são assimétricos. Seja como for, não existe, a partida, elementos que nos façam crer na redução do grau de sincronização, ao invés disso: a crescente interdependência comercial e integração dos mercados financeiros, a existência de uma moeda única e restrições orçamentais consubstanciadas, no "Pacto de Estabilidade e Crescimento" e, em suma, as políticas de convergência real e nominal na UEM tenderão a minimizar a probabilidade do advento de "choques" diferentes, em diferentes países.

Por sua vez, tenha-se em conta os dois aspectos seguintes: em primeiro, uma conjuntura macroeconómica estável deverá resultar em taxas de juro mais reduzidas e estáveis, com os esperados efeitos positivos no investimento e no consumo. Em segundo, a estabilidade dos preços reforçará a confiança dos agentes económicos e dos parceiros sociais o que induzirá vantagens em termos de emprego e de salários. A moeda única em simultâneo com o mercado único na UE traduzir-se-á, em termos de maior diversificação industrial e da aproximação das estruturas produtivas dos Estados-membros, motivo pelo qual eventuais "choques" tendencialmente se devem apresentar como "Choques Simétricos", semelhantes e comuns a todos os países da zona Euro. Atenda-se, contudo, que a convergência das estruturas produtivas será sempre um processo de longo prazo pelo que, a médio prazo, substituirão algumas diferenças entre países. Dado às diferenças estruturais vigentes como, por exemplo, diferenças na especialização da estrutura produtiva, nas instituições e nos gostos, as flutuações na taxa de câmbio real do Euro ou medidas de política monetária, podem afectar de forma diferente os Estados-membros. Estes factores estruturais estarão na base de diferentes posições externas. Qualquer que seja a origem e natureza do "choque", resultará em diferenciais de crescimento entre os Estados-membros, a não ser que existam mecanismos alternativos de ajustamento para restaurar o equilíbrio inicial.

**2.2 Os Mecanismo de Ajustamentos Macroeconómicos**

Poder-se-á, então, legitimamente, pôr a questão de quais os mecanismos para a resolução de problemas internos específicos a cada país.

### ***2.2.1 Mercado de Trabalho (Salários) e Mercado de Bens e Serviços (Preços)***

Em primeiro lugar, releva os mecanismos potenciais que teriam a ver com o funcionamento do mercados de trabalho e de produção: a flexibilidade dos salários e preços e a mobilidade geográfica e funcional dos factores de produção são elementos chave que se podem concluir da Teoria das Uniões Monetárias, expressa por R. Mundell (1961), a fim de que numa união monetária um "choque" económico "negativo" não revele custos demasiadamente elevados. Se os salários e preços são rígidos, o ajustamento será mais ou menos gradual e um maior grau de mobilidade do trabalho será necessário para evitar acréscimos no desemprego. A flexibilidade dos salários e a mobilidade do trabalho desempenham papéis diferenciados conforme a duração e persistência dos "choques". Se se verificarem "choques" transitórios que exigem mais "estabilização" do que "ajustamento", uma fraca mobilidade do trabalho será benéfica já que evitará deslocamentos desnecessários e indesejáveis de factores. Alterações correctoras nos termos de troca seriam então a melhor solução. Se se verificarem "choques" permanentes, flexibilidade laboral e realocação de factores podem ser fundamentais e num hipotético reajustamento via taxa de câmbio terá efeitos perversos ao atrasar a desejável realocação estrutural.

Verdadeiramente fulcral para os ajustamentos económicos é a flexibilidade dos mercados de produtos e de factores. Mercados mais competitivos asseguram que a flexibilidade dos salários se transforme em flexibilidade dos preços e que as margens de lucro se ajustem face a emergência de algum "choque". T. Bayoumi e A. Thomas (1995), a propósito relacionaram preços relativos e ajustamento económico na UE e nos EUA e, segundo os seus resultados, uma mais fraca integração dos mercados de factores e produtos na União Europeia implica a necessidade de um elevado grau de flexibilidade dos preços relativos de modo a se poder dar o ajustamento de equilíbrio. De acordo com os autores, muita desta flexibilidade é actualmente conseguida por

alterações nas taxas de câmbio nominais. Sem uma maior mobilidade de factores, a introdução de uma moeda única pode trazer alguns problemas já que limita a flexibilidade dos preços relativos. O mercado único deverá promover de "*per si*" a integração dos mercados de factores e produtos".

Contudo, o processo de construção da UEM não é instantânea, leva algum tempo. Na UE, hipoteticamente, os preços e os salários não são suficientemente flexíveis e a mobilidade da mão-de-obra é relativamente fraca devido a barreiras culturais e linguísticas, pelo que se justificaria um segundo mecanismo: a consolidação da UEM deveria passar pela criação, a nível do orçamento comunitário, de um mecanismo de redistribuição intracomunitária que servisse de apoio aos países periféricos da UE atingidos por "choques económicos negativos". Porém, os fundos de coesão económica e social não são entendidos no TUE como tendo uma função estabilizadora, destinando-se apenas a atenuar as assimetrias regionais no que se refere a infraestruturas económicas e sociais e outros factores estruturais de desenvolvimento.

Tendo por base a existência na UEM de políticas cambial e monetária comuns e restrições impostas às políticas orçamentais nacionais, os governos têm vindo a adquirir consciência acrescida da necessidade de atender menos as políticas de controlo da procura agregada para combater o desemprego e elaborar estratégias baseadas mais em medidas estruturais microeconómicas, incidindo na competitividade das empresas, na produtividade, na formação e adaptação dos recursos humanos. As vantagens económicas surgirão de reformas estruturais essenciais, que os Estados-membros tem vindo sucessivamente a adiar e que com a UEM terão obrigatoriamente de ser implementadas. O objectivo da moeda única está a pressionar os Estados-membros a encararem como urgentes as reformas dos sistemas de segurança social e de saúde, tendo em vista a redução dos sistemas de protecção actuais que são de acordo com a perspectiva actualmente dominante, e, a médio prazo, produtoras de orçamentos incompatíveis. Verifica-se, também, a tentativa de aceleração e do alargamento dos processos de privatização de empresas públicas, da adopção de maior rigor orçamental e da introdução de maior flexibilidade no mercado de trabalho, o que segundo tal perspectiva, atenuaria assim uma das possíveis desvantagens da economia da UE em confronto com a dos EUA.

### **2.2.2 Mercado Financeiro**

Os mercados financeiros desempenham também um papel relevante como instrumentos alternativos de ajustamento. Na UE, mercados de capitais e de crédito mais integrados

permitem aumentar a capacidade dos Estados-membros para responder aos "choques" económicos, uma vez que o risco será partilhado por todos. No presente, estes mercados ainda se encontram algo fragmentados sendo o Euro um coadjuvante para a integração, acentuando o grau de competição no mercado financeiro e de crédito, eliminado o risco de câmbio e os custos de transacções cambiais e fomentando a predisposição para o investimento em mercados exteriores. A meta maior é a consolidação de um mercado financeiro único de elevada dimensão e liquidez.

### ***2.3 A Política Macroeconómica no Processo de Ajustamentos dos Mercados***

Tendo, por pressuposto, que alguns mercados continuarão a ajustar-se lentamente, devido a existência de rigidez, nomeadamente nos mercados de trabalho e de bens e serviços, o Estado através da implementação de políticas macroeconómicas adequadas terá um importante papel no combate a desequilíbrios na económicos, dando diferentes respostas face a natureza particular dos "choques", mormente se são permanentes ou transitórios e se são simétricos ou assimétricos. Assim, para "choques" temporários, as políticas macroeconómicas voltar-se-ão, fundamentalmente, para o aspecto de estabilização do nível de actividade económica. Quanto aos "choques" permanentes, as políticas macroeconómicas voltar-se-ão, em regra, para o ajustamento estrutural de mais difícil e custosa aplicação.

Resumindo, e, em termos gerais, na UEM a política monetária única deverá ser o instrumento de eleição no caso de verificação de "choques simétricos". Por sua vez, a política orçamental nacional deverá ser adoptada como instrumento adequado no combate a "choques assimétricos". Neste procedimento será de atender as seguintes regras:

- 1) se devido a um "choque simétrico", o ajustamento não for completamente alcançado através da adopção da política monetária única, então deverá ser acompanhada com adequadas medidas de políticas orçamentais por cada Estado - membro;
- 2) se bem que o objectivo central da política monetária única seja a estabilidade dos preços, a sua adopção também poderá acontecer a propósito do advento de "choques específicos" de um País-membro, que pela sua intensidade e importância, possam afectar outros Países da UEM. Em tal situação, as medidas adoptadas podem não se adequar com plenitude a todos os Estados-membros

justificando-se, como factor corrector, a implementação de medidas de política orçamental específicas;

3) não é tarefa fácil para os Estados determinarem a natureza de um "choque", existindo, assim, um risco maior de adopção de medidas de política económica não adequadas. Contudo, este factor não é uma questão apenas das uniões monetárias.

### **2.3.1 Política Monetária e Taxa de Câmbio na UEM**

A política monetária única pode ser utilizada como mecanismo de ajustamento macroeconómico uma vez que o objectivo prioritário da estabilidade dos preços não seja desvirtuado.

Um "choque simétrico" que induza a uma aceleração da actividade económica pode acarretar pressões inflacionistas, e uma política monetária restritiva "*tight money*" será adequada para estabilizar a economia. Um "choque simétrico" que afecte negativamente a actividade económica pode exigir a adopção de uma política monetária menos restritiva "*easy money*". Neste caso a expansão monetária a nível de toda a UEM estimularia a economia no curto prazo e permitiria alcançar um novo equilíbrio, de uma forma menos custosa e mais rápida, com a condição de que não se verifique qualquer aumento das expectativas quanto a inflação. O efeito se estenderia às taxas de longo prazo: enquanto as expectativas dos agentes quanto aos preços se mantiverem estáveis, as taxas também não se elevarão.

Em adição, quaisquer alterações na política monetária terá um significativo impacto nos sectores que tenham relações comerciais com países fora da zona Euro. Assim, uma política monetária expansionista induzirá a uma depreciação do Euro e a um aumento da competitividade externa para a UEM. Nesse caso haverá, contudo, algum risco de medidas cambiais retaliatórias ("depreciações artificiais" das moedas nacionais) e a emergência de medidas proteccionistas por parte dos parceiros comerciais fora da zona Euro.

### **2.3.2 Política Orçamental na UEM: Flexibilidade e Coordenação das Políticas**

A política orçamental deverá traduzir-se na medida, por excelência, de combate aos "choques" a nível nacional, porém, sujeita a restrições que permitam a sustentação de uma boa posição orçamental a nível da UEM. Uma política orçamental expansionista num Estado-membro teria um forte efeito doméstico devido ao efeito multiplicador do

rendimento nacional, mas poderia induzir ao aparecimento de pressões inflacionistas não esperadas. Simetricamente, a contenção orçamental pode ser mais eficiente em fases expansionistas do ciclo económico através do abrandamento da procura agregada. Se um Estado-membro deve ou não antecipar medidas de política orçamental face a acção dos estabilizadores automáticos é um problema que fica em aberto. Porém, a aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento poderá induzir a que os Estados-membros da UEM receiem tomar medidas discricionárias de política orçamental.

A coordenação entre as políticas orçamentais dos diferentes Estados-membros não é condição necessária à estabilidade na UEM desde que se deixem operar os estabilizadores automáticos. Se estes não funcionarem plenamente, o equilíbrio poderá resultar de um ajustamento do lado da procura agregada na medida em que não se afecte o objectivo central de estabilidade dos preços. Neste caso, a política monetária única definida pelo BCE será decerto mais eficiente do que o seriam diferentes políticas monetárias descentralizadas adoptadas pelos Estados-membros, dado que desta forma se poderá ultrapassar todos os problemas de coordenação entre Bancos Centrais.

Por fim, será de assinalar os benefícios que eventualmente podem resultar da implementação de um "federalismo orçamental", ou seja, a existência de um orçamento central com capacidade para realizar transferências inter-regionais significativas, como forma de atenuar os efeitos negativos dos "choques", à semelhança do que acontece nos EUA. A zona monetária norte-americana é caracterizada por intensas trocas comerciais entre os estados federais, sendo a mobilidade de capitais e do trabalho elevada. Contudo, sabemos que as economias dos diferentes estados são diferentes uma das outras. A possibilidade de transferir recursos financeiros de regiões economicamente mais saudáveis para as regiões mais débeis, com problemas (por exemplo, que enfrentam as consequências negativas de um "choque"), constitui um factor de sucesso da zona monetária do dólar americano. Esta integração orçamental permitiria contrariar a perda dos mecanismos de estabilização derivada da imposição de um sistema de taxas de câmbio fixas e de uma moeda única (Krugman, P. e Obstfeld, M., 19997; Pinto, A.M., 1997).

## **V - PORTUGAL E A UEM**

Segundo a teoria, um processo de integração económica, através da livre circulação de bens, pessoas e capitais conduz a um aumento do investimento, do emprego e do crescimento. No entanto, a história económica tem-nos revelado que este resultado é

apenas válido para as regiões mais dinâmicas, por oposição às regiões mais atrasadas, onde as consequências do processo de integração são mais ambíguas.

A integração europeia tem conduzido, por um lado, a um processo de convergência entre as regiões - efeito difusão - e por outro lado, a um aumento das disparidades entre regiões mais ricas e regiões mais pobres - efeito de polarização. Da existência deste efeito decorre a necessidade de uma política regional comunitária que esbata as desigualdades inter-regionais.

Portugal é um país periférico, geográfica e economicamente. Consequentemente, os riscos são proporcionais ao aprofundamento do processo de integração europeia. Portugal cumpriu os critérios de convergência nominal, mas está ainda muito aquém dos níveis de desenvolvimento das economias mais ricas da União.

Portugal é um dos países mais sensíveis a alguns dos problemas inerentes à UEM. A perda do instrumento taxa de câmbio pode revelar-se prejudicial nalgumas indústrias, especialmente a têxtil, dada a forte concorrência dos países de leste, os quais podem continuar a realizar desvalorizações competitivas.

Portugal é dos países mais vulneráveis a eventuais choques assimétricos.

Se, por exemplo, se repetir uma crise petrolífera, a nossa economia é uma das mais afectadas na UE. A nossa dependência energética em relação ao petróleo é de 70%, enquanto que a média comunitária é de cerca de 40%.

A perda da taxa de câmbio como mecanismo amortecedor de choques quer por factores internos (por exemplo, um aumento dos salários acima da produtividade) quer por factores externos (por exemplo, uma recessão económica na Alemanha) representa seguramente um risco, embora não seja possível avaliar com precisão a magnitude do mesmo.

Em contrapartida, e tendo em conta o facto do comércio externo português ter como principais parceiros comerciais os países da União (em cerca de 80%, enquanto a média comunitária é de cerca de 50%), a unificação monetária pode, segundo o estudo recentemente realizado pela Universidade Nova de Lisboa (Ministério das Finanças, 1998), proporcionar-nos ganhos na ordem de 1% do PIB actual, devido à eliminação dos riscos e dos custos cambiais.

A diminuição da taxa de juro resultante da eliminação do prémio de risco cambial incorporados nas nossas taxas de juro é uma vantagem considerável para Portugal. Isto poderá ter efeitos positivos sobre o investimento e sobre a diminuição do serviço da dívida pública.

A prossecução de uma política monetária comum ao serviço da estabilidade dos preços, implica uma taxa de juro a um nível baixo, facto que favorece o investimento e estimula a actividade económica. Contudo, neste momento, a taxa de inflação situa-se já abaixo dos 3%, pelo que a prossecução deste tipo de política pode levar à manutenção de uma taxa de desemprego elevada.

Ainda sobre a política monetária, a grande vantagem será sem dúvida a possibilidade de Portugal passar a ter uma palavra a dizer na definição da política monetária da União, ao invés de pura e simplesmente seguir as políticas ditadas pelo Bundesbank.

Convém, ainda lembrar que Portugal necessita de realizar reformas estruturais, melhorar o tecido produtivo, investir em capital humano para que consiga realizar a convergência real. Neste sentido, o Pacto de Estabilidade pode constituir um entrave ao processo de crescimento e desenvolvimento de Portugal.

De qualquer forma, Portugal defende melhor os seus interesses aderindo aos projectos da UE do que ficando fora deles. Neste sentido, e tendo como alternativa a não participação, a UEM constitui o melhor enquadramento para a coesão económica e social.

## **V - CONCLUSÕES**

A União Económica e Monetária (UEM) e a Moeda Única europeias trazem consigo um vasto campo de oportunidades, porém, da mesma forma, são inúmeros os desafios que acarretam.

Quanto às oportunidades, a Moeda Única deverá elevar a eficiência do Mercado Único e implementar um novo quadro económico caracterizado pela estabilidade dos preços e pela disciplina orçamental. Aliás, este novo contexto macroeconómico encontra-se já há alguns anos em processo acelerado de construção, e, espera-se que dele advenham resultados positivos em termos de crescimento e emprego na UEM.

Quanto aos desafios pode-se dizer que, por um lado, um funcionamento mais eficiente das economias da UEM irá exigir a adopção de um adequado "mix" entre as políticas monetária e orçamental, mormente durante a primeira fase do Euro. Por outro lado, se bem que grande parte do comércio dos países da UE seja comércio intra-comunitário e os mercados de capitais estejam liberalizados, a mobilidade do trabalho é reduzida, nomeadamente devido a factores culturais e linguísticos (comparativamente ao caso americano), o que dificulta a possibilidade de resposta face a "Choques", introduzindo alguma ineficiência no financiamento da zona Euro e reduzindo as vantagens que os Estados-membros podem retirar da UEM. Por estas razões, da parte de vista da Teoria das Uniões Monetárias de Mundell, não podemos considerar, na actualidade que os onze "in" constituam uma zona monetária óptima. Poder-se-ão, a nosso ver, designar antes como "zona monetária subóptima". Há, assim, que promover à escala da UE, políticas visando a dinamização, da mobilidade (geográfica e funcional) dos trabalhadores europeus.

Atente-se também, que para a perspectiva económica dominante, as oportunidades resultantes da UEM deverão apenas ser integralmente alcançadas se os mercados de trabalho e de bens e serviços funcionarem de uma forma considerada mais eficiente. Na verdade, os desafios são amplamente autónomos da UEM, já que provêm de objectivos básicos como competitividade e criação de emprego, que os Estados-membros

enfrentam; a UEM servirá, assim, como um mero instrumento que deverá facilitar o combate aos desafios que inevitavelmente se lhe põe no seu processo de construção.

No que concerne à orientação que o Banco Central Europeu (BCE) irá inicialmente imprimir à política monetária comum a ideia generalizada é a de que ela tenderá a ser relativamente restritiva.

O BCE deverá ter como preocupação imediata afirmar a sua reputação como garante da estabilidade dos preços junto dos mercados e garantir que o Euro seja uma moeda tão sólida e estável como é o marco alemão. Caso se confirme esta tendência monetária restritiva (que tenderá a ser tanto mais apertada quanto menos a política orçamental dos Estados-membros não se pautar por regras de rigor na elaboração dos seus orçamentos), seria adequado que o Conselho de Ministros das Finanças da UEM (Ecofin) tivesse a capacidade de interpelar, sempre que necessário, o BCE de modo a evitar soluções extremadas, sob pena de poderem surgir tensões com os Estados-membros, quer em resultado de a taxa de juro real se tornar demasiado alta quer devido a uma eventual apreciação do Euro em relação ao dólar e/ou ao iene. Acrescente-se, que a orientação da política monetária da Zona Euro poderá não ser igualmente adequada à situação económica dos diferentes Países-membros: nem todos se caracterizarão por apresentar idêntica situação económica aquando do arranque da UEM e, por sua vez, o problema do desemprego não terá, porventura, a mesma importância para todos eles.

Em suma: aos Estados-membros integrantes da UEM e face a existência de eventuais desequilíbrios económicos, apenas lhes restarão adoptar políticas orçamentais (se bem que de uma forma restrita de acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento Económico), bem como políticas de "moderação salarial". Será exigido ainda aos Países membros a implementação de profundas reformas estruturais, tanto no mercado do trabalho como no sistema de segurança social. Este esquema facilitará a interiorização da política monetária comum do BCE. Esta estratégia, contudo, como vimos, não é merecedora de consenso entre os analistas.

## VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahijado**, Manuel, “*União Económica e Monetária Europeia: Mitos e Realidades*”, Pub. D. Quixote, Lisboa, 1998.
- Bastos**, F. Loureiro, “*União Europeia: Fins, Objectivos e Estrutura Orgânica*”, Liv. Escolar Editora, Lisboa, 1993.
- Bayoumi**, T. e **A. Thomas**, “*Relative and Economic Adjustment in the United States and the European Union: A Real Story about EMU*”, **IFM Staff Papers**, 42(1), 1995.
- Bayoumi**, T. e **Prasad**, E., “*Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment: Some New Empirical Evidence*”, **IFM Staff Papers**, 44(19), pp. 36-58, 1997.
- Bean**, C., “*Economic and Monetary Union in Europe*”, **Journal of Economic Perspectives**, vol. 6(4), pp. 31-52.
- Caixa Geral de Depósitos**, *Euro-Gerindo a mudança para a moeda única*, Lisboa, 1998.
- Catroga**, E., “*Implicações da Moeda Única na Economia Empresarial*”, **Cadernos de Economia**, Outubro/Dezembro, Lisboa, 1997.
- Catroga**, E., *Política Económica - 22 meses de Ministério das Finanças*, **Ministério das Finanças**, Lisboa, Setembro, 1995.
- Comissão Europeia**, *Relatório Geral da Actividade da União Europeia*, 1997, **Serviços de Publicações Oficiais das Comunidades Europeias**, Bruxelas, 1997.
- Comité Económico e Social das Comunidades Europeias**, Parecer sobre “*A legislação e as regulamentações para a passagem à moeda única e suas implicações para o mercado*”, **Serviços de Publicações Oficiais das Comunidades Europeias**, Bruxelas, 30/31 de Outubro, 1996.
- Comité Económico e Social das Comunidades Europeias**, Parecer sobre “*As Disposições previstas para a Terceira Fase da União Económica Monetária*”, 28/29 Maio, Bruxelas, 1997.

- De Grauwe, P.**, "Alternative Strategies Towards Monetary Union", **European Economic Review**, 39, pp. 483-491, 1995.
- De Grauwe, P.**, "Monetary Union and Convergence Economics", **European Economic Review**, 40, pp. 1091-1101, 1996.
- De Grauwe, P.**, "The Indeterminacy of the Euro Conversion Rates. Why it matters and How it can be Solved", **Oxford University Press**, New York, 1997.
- De Grauwe, P.**, *The Economics of Monetary Integration*, **Oxford University Press**, New York, 1997.
- European Commission**, "The Euro: Explanatory Notes, n° 17", **Directorate General II**, Luxemburgo, 1998.
- European Commission**, *Economic Policy in EMU* (part A, Rules and Adjustment), **Economic Papers n° 124, Directorate-General for Economic and Financial Affairs**, November 1997.
- European Commission**, *Economic Policy in EMU* (part B, Specific Topics), **Economic Papers n° 125, Directorate-General for Economic and Financial Affairs**, November 1997.
- European Monetary Institute**, "The Single Monetary Policy in Stage Three: Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB", Frankfurt, January, 1997.
- European Monetary Institute**, *The Single Monetary Policy in Stage Three - Specification of the Operational Framework*, Frankfurt, January, 1997.
- Fontaine, Pascal**, "A Construção Europeia de 1945 aos Nossos Dias", Edição revista e actualizada por José Barros Moura, Ed. Gradiva, Lisboa, 1998.
- Frankel, J. e A. Rose**, "Is EMU Justifiable Ex post Than Ex Ante?", **European Economic Review**, 41, pp. 753-760, 1997.
- Friedman, M.**, "The Role of Monetary Policy", **American Economic Review**, 58, pp. 1-17, 1968.

- Krugman, P. e Obstfeld, M.**, "*International Economics - Theory and Policy*", 4ª Ed., Addison-Wesley, N.Y., 1997.
- Mateus, Augusto**, "*Portugal XXI: Cenários de Desenvolvimento*", Liv. Escolar Editora, Lisboa, 1995.
- Ministério das Finanças**, (Estudo Coordenado pela Faculdade de Economia da Universidade de Lisboa), "*O Impacto do Euro na Economia Portuguesa*", Lisboa, Abril de 1998.
- Mundell, R. A.**, "*A Theory of Optimum Currency Areas*", **American Economic Review**, vol. 51 (4), 1961, pp 657-664.
- Mundell, R. A.**, "*Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rate*", **Canadian Journal of Economics and Political Science**, vol. 29, November 1963, pp 475-485.
- Porto, Manuel**, "*Portugal e a Agenda 2000*", Liv. Escolar, Lisboa, 1998.
- Pinto, A. Mendonça**, "*União Monetária Europeia, Portugal e o Euro*", 2ª Ed. **Universidade Católica**, Lisboa, 1997.
- Santos, A. Carlos do**, "*União Económica, Comunidade Europeia e Espaço Económico Europeu*", Liv. Escolar Editora, Lisboa, 1992.
- Schor, Armando-Denis**, "*Euro – O que é a Moeda Única?*", Pub. D. Quixote, lisboa, 1996.
- Silva, A. Cavaco**, "*Portugal e a Moeda Única*", Ed. Verbo, Lisboa, Outubro 1997.
- Wyplosz, C.**, "*A European Central Bank: Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*", **Cambridge University Press**, 1989, pp. 195-209.
- Wyplosz, C.**, "*Discussion: The Costs and Benefits of a European Currency*", **CECCO**, Marcello and Alberto Giovannini, eds. 1989.
- Wyplosz, C.**, "*EUM: Why and How it Might Happen*", **Journal of Economic Perspectives**, 11(4), pp. 3-22, 1997.