



**NOTAS ECONÓMICAS** **10**

**A MOEDA ÚNICA** NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

50 Cinquante Fra  
X012  
JUNHO '98 110052-0000/0004 2877-4011

## A reinvenção da Europa pelo Euro



**Abel Fernandes** Faculdade de Economia e Faculdade de Direito da Universidade do Porto

Após várias fases de transição e de um esforçado processo de convergência nominal, em Julho de 2002 o Euro passará, finalmente, a circular como a moeda única de um vasto e muito heterogéneo espaço geográfico, económico, social e histórico. Trata-se de uma decisão antecipada com entusiasmo por muita gente, nomeadamente por políticos e por grandes empresários, que lhe apontam inúmeras e indiscutíveis vantagens para justificar a sua adopção e, também, para vencer aqueles que ainda teimam em não se deixar persuadir pela bondade messiânica da medida. Fatalmente, e tendo sempre um carácter fundamental na argumentação a seu favor, fala-se na eliminação do risco cambial, na maior comparabilidade entre os preços cotados em pontos distintos do território europeu, na descida das taxas de juro e, talvez por ciúmes antigos, na disputa ao dólar da condição de meio de pagamento e de unidade de conta internacional. Partindo do princípio de que a defesa de qualquer regime se há-de fazer com base nas características que lhe são exclusivas e intrínsecas, facilmente se concluirá que não é por este conjunto de razões que se há-de preferir aquele novo regime cambial em detrimento de outros e que, além disso, as suas verdadeiras e mais significativas consequências se há-de buscar noutros domínios.

Considerado em termos gerais e abstractos, o risco é indissociável do exercício da actividade económica, portanto não poderá nunca ser globalmente suprimido. Aliás, é uma ideia consensualmente assumida que a capacidade e a disponibilidade para a assunção do risco é o que distingue o empresário dos demais agentes económicos ou, dito de outro modo, sem risco não pode haver empresários.

O risco cambial de que tanto se fala não é mais do que uma forma particular do risco de preço, ao qual se acrescentam outros de natureza diversa, tais como o económico, o comercial, o sistemático, o não sistemático, o político, etc. Esta longa lista, certamente não exaustiva, pode constituir um bom fundamento para que alguns se questionem sobre a relevância relativa da eliminação do risco cambial quando todos os outros sobreviverão à reforma, podendo mesmo suceder que alguns deles se venham até a agravar. Estarão neste caso o risco político se as consequências da moeda única não forem facilmente assimiladas nos países aderentes pelos diferentes interesses sócio-económicos e daí advierem tensões que ponham em causa a estabilidade do ordenamento político e constitucional; e o económico, se se partir do princípio de que a identidade cultural e histórica de cada Estado implica, necessariamente, mapas de preferência distintos quanto às opções de política económica e, em particular, quanto às combinações entre taxas de desemprego e de inflação, tendo em atenção a inevitável supressão dos meios para cada qual prosseguir os seus próprios objectivos, subordinando-se a novos poderes centrais que não poderão senão implementar uma só política macroeconómica em todos os países. Ademais, a importância dessa muito citada vantagem é atenuada pelo facto de todos os riscos, sem excepção, poderem ser geridos pelo recurso a um conjunto muito diversificado de produtos que vão desde os contratos a prazo aos de futuros e de opções, passando pelos swaps, FRA's e similares, e também pelas fontes de financiamento e formas de transferência de know-how no caso específico dos investimentos directos no estrangeiro.

Porém, a questão da supressão do risco cambial é susceptível de ser encarada segundo uma outra perspectiva que consiste em reconhecer a existência de outros arranjos cambiais onde aquele risco é eliminado ou, então, minimizado a ponto de se tornar irrelevante; estou a pensar nos regimes com taxas de câmbio fixas, como foi o padrão-ouro internacional, e nos de paridades ajustáveis, como o de Bretton-Woods. O índice trimestral da taxa de câmbio do escudo publicado pelas International Financial Statistics para o período de 1957:1 a 1971:2 revela uma taxa média anualizada de variação de apenas 0,053%, com um desvio padrão de 0,794%. As maiores variações foram de -0,38% e de +0,45%, respectivamente no 2º trimestre de 1966 e no



primeiro de 1969. As representações gráficas do comportamento da série temporal do índice logaritimizado e das suas taxas de variação atestam a insignificância da volatilidade verificada no período.

O primeiro contra-argumento que posso antecipar é o de ambos se terem acabado por desagregar por efeito de tensões acumuladas, mau grado a pré-anunciada irreversibilidade das paridades centrais sob o padrão-ouro, e de o segundo ter, além disso, sofrido, ao longo da sua existência, crises várias pontuadas por revalorizações e desvalorizações discretas. Em minha opinião, a primeira dessas razões não constitui, seguramente, um bom argumento, pois neste instante é apenas possível conjecturar sobre o futuro do Euro e desejar-lhe boa sorte; de forma nenhuma se pode garantir que ele esteja, por efeito de virtudes intrínsecas, pré-destinado a perdurar *ad eternum*, imune a crises, e represente, neste domínio, o fim da história. Pelo contrário, a heterogeneidade dos países onde vai circular legítima algumas preocupações a esse respeito; desde logo se revela da máxima importância a decisão que irá ser tomada quanto à taxa de conversão das moedas nacionais em Euros; taxas de conversão que não correspondam a valores de equilíbrio destinam-se a gerar tensões no sistema e, eventualmente, a comprometer o seu sucesso. É neste sentido que a capacidade da França para absorver os ajustamentos suscitados pela moeda única assume uma importância crítica para a consolidação e para o êxito final da iniciativa. Por outro lado, como escrevia M. Friedman, a instabilidade dos mercados cambiais é um sintoma de perturbações nas economias nacionais, e não a sua causa.

Relativamente a moedas de terceiros países, como o USD e o JPY, é previsível que a cotação do Euro seja determinada por taxas de câmbio flutuantes e, por isso, venha a evidenciar níveis de volatilidade variáveis em função da conjuntura. Enquanto um conjunto numeroso de mercadorias estratégicas, como as matérias-primas e as energéticas, continuarem a ser cotadas em USD no mercado internacional, a volatilidade dessa taxa de câmbio e o risco que se lhe encontrará associado determinarão, certamente, efeitos indesejáveis sobre as economias regionais da União Europeia e, pelo menos por esta razão, é vital para os europeus que a sua nova moeda adquira um estatuto idêntico ao do USD: unidade de conta e de meio de pagamento internacional. Todavia, o sucesso deste resultado não deriva unicamente do peso económico da União Europeia no contexto mundial, mas decisivamente também da sua relevância política e militar enquanto entidade única. São conhecidas as vincadas divergências de opinião e de propósitos dos Estados membros, as quais, por seu lado, explicam a falta de unidade de acção nessas duas esferas de projecção de influência global.

Por todos estes motivos não cremos que a supressão do risco cambial, que, como se acaba de ver, será apenas parcial, valha por si só o suficiente para justificar uma escolha tão cheia de consequências estruturais de toda a ordem, e não só económicas. O mesmo, em essência, se pode afirmar em relação ao argumento da acrescida comparabilidade internacional dos preços.

No contexto das paridades ajustáveis, sobretudo se forem estreitas as margens de flutuação consentidas, não é difícil nem onerosa a conversão dos preços em outras unidades monetárias, especialmente quando existem e estão amplamente disseminados meios técnicos sofisticados para o tratamento de dados, desde que haja a necessária recolha e difusão de toda a informação relevante; ora, hoje é um facto comum a disponibilização de informação em tempo real por companhias multinacionais especializadas e credíveis. Pela simples razão de que a decisão de transaccionar não depende só do preço, a identificação do local onde a ordem de compra ou de venda deverá ser emitida pressupõe o conhecimento de outras variáveis cujo conhecimento não será facilitado por via da moeda única: qualidade do bem, prazos de entrega, condições de pagamento, serviços complementares de assistência, etc. Parecendo-nos, aliás, que este argumento só é pertinente quando aplicado aos bens transaccionáveis, é prática antiga o desenvolvimento de esforços sistemáticos com essa finalidade, de onde resultam operações de arbitragem que, na ausência de restrições à livre circulação internacional de bens, de serviços e de capitais, verificam a *law of one price*. De resto, a natureza dos agentes económicos com capacidade para fazer essas comparações não se modificará grandemente com a introdução da

moeda única, justamente por não se encontrar igualmente distribuído o acesso aos competentes meios de informação: basicamente serão empresas que transaccionem no mercado internacional e grandes investidores, institucionais ou não.

Falemos agora um pouco sobre a questão das taxas de juro. É evidente que a moeda única determinará a igualdade no nível das taxas de juro nominais e reais em todo o espaço que lhe compete; sendo elas um fenómeno monetário, a vigência de uma só política monetária e a inexistência de prémios de risco só poderão ter essa consequência. Todavia, o que se acaba de reconhecer não implica que as taxas de juro, necessária e fatalmente, haverão de ser baixas, pelo menos em valores absolutos. Por um lado, presume-se que a política monetária privilegiada pelo SBCE corresponderá às preferências do Estado membro económica e politicamente dominante, i.e., o alemão e, assim sendo, a moeda única surge como a âncora através da qual os demais Estados participantes vinculam àquela, deliberada e conscientemente, a política monetária a aplicar nos seus próprios territórios, sem quaisquer possibilidades de efectuarem operações de esterilização. Porém, o nível das taxas de juro dependerá das orientações de política monetária efectivamente prosseguidas pelo futuro Banco Central europeu, por sua vez determinadas pelas preferências dominantes e pela natureza dos choques económicos, simétricos ou assimétricos, que venham a atingir a União Europeia, e nunca pelo simples e exclusivo facto de circular uma moeda única. Uma coisa é dizer-se que o nível será o mesmo em toda a parte e outra, bem diferente, que ele será necessariamente baixo, muito embora admitamos que tendencialmente o deverá ser no caso de o SBCE acolher, como se espera, as actuais orientações do Bundesbank. Seguindo uma outra linha de raciocínio, a taxa de juro a vigorar na União Europeia será função da taxa de juro norte-americana e do prémio de risco, o qual será positivo no caso de o euro se configurar como uma moeda fraca relativamente ao dólar, e negativo no caso contrário. Por isto mesmo certos analistas têm correctamente presumido que nos primeiros tempos o euro encontrará suporte em taxas de juro mais elevadas que as actualmente em vigor na Alemanha.

Numa visão estreita, limitada e redutora do significado da moeda única, ela distingue-se do padrão-ouro internacional e dos regimes de paridades ajustáveis porque consegue resolver o problema fundamental com que aqueles se tiveram que defrontar, sem que alguma vez o tivessem conseguido resolver satisfatoriamente, ou seja, a coordenação entre as políticas económicas nacionais. Assim, desejavelmente o Euro poderá prolongar no tempo a estabilidade que esses regimes proporcionaram durante períodos maiores ou menores das suas existências. É sabido que a incapacidade de os países prosseguirem, no seu conjunto, políticas económicas compatíveis com a estabilidade desses regimes cambiais, visível na prossecução de políticas de stop and go determinadas pelos ciclos eleitorais; na prática sistemática de operações de neutralização do mecanismo natural de ajustamento da balança de pagamentos; na manifesta relutância dos países superavitários aceitarem processos inflacionários e, desse modo, aliviarem o esforço de ajustamento exigido aos países deficitários, degenerou em fortes tensões internas, na perda de credibilidade dos regimes e, por fim, na sua ruptura. Este problema antigo é resolvido da forma mais radical pois, na verdade, com a perda da autonomia dos Estados para definirem e aplicarem políticas próprias deixa, pura e simplesmente, de haver políticas económicas para coordenar! Repito, se adoptarmos uma perspectiva redutora da moeda única, que é exactamente o que fazem aqueles que a justificam com as razões mencionadas atrás, o contributo fundamental da moeda única em relação àqueles outros regimes cambiais é que ela, diferentemente deles, resolve o problema da coordenação e da compatibilização das políticas económicas nacionais. Contudo, considerando a rigidez dos salários nominais e a reduzida mobilidade do trabalho, traduzindo a inexistência de uma área monetária óptima coincidente com o território da União Europeia, a moeda única parece claramente privilegiar o equilíbrio externo em detrimento do interno.

E é nesse exacto sentido que não colhe a crítica, já demasiado insistente, à anunciada independência política da futura autoridade monetária europeia, sob o argumento capcioso da





inconformidade com os princípios democráticos. A crítica, para ser razoável, também se teria que dirigir às actuais instituições europeias para as quais foram sendo transferidas competências fundamentais de todo o tipo, nomeadamente a Comissão e toda a estrutura burocrática de funcionários em que se sustenta funcionalmente, e que não respondem politicamente perante os cidadãos através do competente processo eleitoral; é deveras ilustrativo a este respeito, o peso reduzido do Parlamento Europeu, mesmo naquelas matérias onde, de há muito, o nosso conceito de democracia tem como indispensável a participação decisiva da assembleia política, como no orçamento. Em segundo lugar, o euro, para se poder tornar numa moeda forte, exige que se apoie numa política monetária credível que, assim, se dirigirá não só à manutenção do valor interno da moeda mas também à do seu valor externo. A credibilização da política monetária é incompatível com processos de negociação das preferências, necessidades e objectivos particulares de cada Estado membro, de onde inevitavelmente transpareceriam divisões, hesitações, contradições e, sem dúvida, longas e intermináveis negociações. Ninguém, certamente, acharia conveniente que se repetisse aí o espectáculo das longas maratonas negociais que aconteciam há anos aquando da fixação dos preços agrícolas! Ademais, a política monetária para ser eficaz tem que ser executada com rapidez, de outro modo arriscar-se-ia a ser pró-cíclica em vez de anti-cíclica, como se pretende e se deseja.

O que até aqui procuramos fazer não foi diminuir a importância e o interesse do passo que nos aprestamos a dar, mas tão somente fundamentar a nossa convicção segundo a qual a moeda única não se pode justificar pelos argumentos comumente propalados com essa intenção. Como acabámos de verificar, as implicações referidas ou não são exclusivas do euro ou, então, esses benefícios são insignificantes face às enormes consequências que lhe são únicas. Estranhamente, estas não são nunca, explícita ou implicitamente, reconhecidas nos escritos correntes sobre o tema!

A moeda única explica-se por razões políticas e tem consequências políticas e económicas; em grande medida a economia é apenas um instrumento para se obter o verdadeiro objectivo. A sua motivação e justificação mais profunda é simplesmente o desejo de se evitar a repetição histórica das guerras entre os europeus, tornando-os mais dependentes entre si, entrelaçando-lhes os interesses e habituando-os a decidirem em conjunto matérias fundamentais para todos eles. Só assim fazem sentido os alargamentos sucessivamente realizados e anunciados, estendendo a união a povos e a interesses cada vez mais diferenciados daqueles que constituíram o seu núcleo fundador, especialmente aos povos eslavos do leste europeu. Na verdade, é o fim dos nacionalismos e a formação, senão de um Estado federal europeu, pelo menos de uma grande confederação cujas características hão-de certamente evoluir no tempo seguindo um processo dinâmico. Consequentemente, não é legítimo que alguém se pronuncie sobre os impactos previsivelmente negativos do Euro com base no quadro actual das competências e dos instrumentos à disposição da Europa, nomeadamente no que se refere aos mecanismos de redistribuição e à absorção de choques assimétricos pela política orçamental dos Estados membros. Esta é uma visão estática, em contradição com o modelo claramente evolutivo da iniciativa europeia, assemelhando-se, por isso, a olhar para a construção europeia pelo vidro retrovisor da viatura...

Com o euro trata-se, sem dúvida, da reinvenção da Europa pela moeda única, com a criação de novos centros de poder, com reafecção de competências entre actuais e futuros níveis de governo, pela maior proximidade das instituições supra-nacionais em relação ao cidadão, muito à semelhança do que hoje acontece nas Federações e Confederações existentes mas a uma escala muito maior! Depois do Império Romano, cuja moeda foi também no seu tempo moeda única europeia, é de novo a reunificação da Europa, mas agora por processos pacíficos.

No que constitui hoje um contributo clássico, Richard Musgrave enuncia as três funções económicas do Estado central: estabilização, redistribuição e afectação dos recursos. Após terem renunciado sucessivamente aos direitos aduaneiros, às quotas no comércio internacional, à manipulação das taxas de câmbio, por força da adesão ao MTC do SME e, em geral, a todos

os instrumentos de política económica indutores de desvios na procura agregada, também a algumas políticas sectoriais, nomeadamente na agricultura e nas pescas, e agora à política monetária, justifica-se que nos interroguemos sobre o papel da política fiscal e, acima de tudo, sobre a sua eventual reafecção entre a União Europeia, erigida à condição de Estado central, e os novos Estados regionais. Note-se que em resultado desta reforma cada cidadão da União Europeia passará a estar subordinado a, pelo menos, quatro níveis de governo: União Europeia, Estado nacional, governos regionais, e municípios ou seus equivalentes.

A necessidade da intervenção macroeconómica do Estado fundamenta-se na rigidez dos salários nominais e na imobilidade do trabalho que impedem o ajustamento do mercado de trabalho aos seus valores de equilíbrio ou o tornam excessivamente lento. Vários estudos empíricos comprovam que a rigidez do mercado de trabalho europeu excede o que se verifica noutras zonas (Jackman, Layard e Nickell (1991)), razão pela qual quaisquer choques poderão produzir efeitos significativos sobre as variáveis reais. A introdução do euro, assim como outros factores, poderão, pelo menos no curto-prazo, agravar essa rigidez caso haja pressões para a igualização dos salários nominais, independentemente das diferenças de produtividade.

Sem nos determos na controvérsia entre neo-Keynesianos e monetaristas acerca do interesse das medidas de estabilização económica, recordemo-nos, porém, que a literatura do federalismo fiscal remete unanimemente essa função para o nível mais elevado da administração, tradicionalmente o Estado central, por aplicação do princípio da subsidiaridade expresso nos seguintes argumentos: (1) a não disponibilidade por níveis inferiores da administração de alguns instrumentos de política económica, por serem monopólio de um estrato superior de governo; (2) o elevado grau de abertura das economias regionais, produzindo multiplicadores de rendimento com valores muito baixos que tornam ineficazes as acções de estabilização quando desenvolvidas a tais níveis; (3) a produção de externalidades, implicando níveis sub-óptimos para elas.

O papel da União Europeia no domínio da política fiscal para efeitos de estabilização deve ser abordado distinguindo duas circunstâncias: aquela em que se verificam choques simétricos daquela em que os choques são assimétricos. No primeiro caso, a assunção dessa responsabilidade pelos Estados nacionais coloca várias dificuldades, tais como: (1) a produção de externalidades quando tais medidas são empreendidas pelos grandes países; (2) a necessidade de coordenação inter-Estados para evitar que o conjunto das medidas adoptadas por todos resulte em overshooting, ampliando os efeitos para além do desejável; (3) a necessidade de rapidez na tomada dessas decisões por forma a garantir que elas produzam os seus efeitos durante a vigência da conjuntura que as aconselhou e justifica. Parece, assim, que esta competência se deva transferir para a União Europeia em consequência da introdução da moeda única, até porque os custos de negociação inviabilizam a coordenação de políticas fiscais nacionais; não obstante, para que isso se torne viável, haverá que reformar o orçamento comunitário em dois sentidos: por um lado, introduzindo-lhe a dimensão necessária, em proporção do PIB comunitário, para lhe dar capacidade para produzir os efeitos pretendidos; em segundo lugar, permitindo-se-lhe, contrariamente aos regulamentos actualmente em vigor, que se formem déficits e superávits em consonância com a conjuntura.

Por força da perda dos instrumentos monetários, a política fiscal adquire uma importância acrescida quando os choques são assimétricos devendo, por isso, ser aplicada com uma intensidade desnecessária no quadro de referência actual. Em todo o caso, os meios para amortecer choques com essa natureza estarão desigualmente distribuídos entre os pequenos e os grandes países do sistema, com benefício para estes últimos. Esta constatação não pode senão aumentar a importância da política fiscal para estabilizar as economias mais pequenas, como a nossa, na presença de choques assimétricos. Como se sabe, o comportamento da taxa de juro funciona como um estabilizador automático quando há variações da procura agregada, tornando as contracções e as expansões do rendimento menos acentuadas do que seria o caso com taxas de juro constantes. Ora, entendo eu que, no seio de um único sistema monetário, se a





política das respectivas autoridades consistir no controlo da massa monetária em circulação, os movimentos nas taxas de juro serão determinados pelo comportamento da procura de moeda nos principais centros económicos e financeiros, como a Alemanha, e não só a Alemanha; pelo contrário, os países periféricos serão *price-takers* em termos da taxa de juro. Esta dicotomia de posições, com prejuízo para os países de menor expressão, é ultrapassável apenas se houver um processo de homogeneização pelo qual os países se tornem de tal modo semelhantes que a probabilidade da ocorrência de choques assimétricos seja ínfima. O reconhecimento do interesse da política fiscal não esclarece, porém, quem deverá ter a competência para a definir e executar. Uma vez mais a literatura sobre federalismo fiscal sugere a sua atribuição ao governo central e não aos governos nacionais em cujos territórios tais choques tenham lugar. Aqui o motivo principal não é a produção de externalidades, mas o elevado grau de abertura dessas economias e os inerentes baixos multiplicadores do rendimento. Um argumento adicional que concorre no mesmo sentido é o da diversificação do risco, especialmente válido no caso de os choques assimétricos se distribuírem aleatoriamente entre os países participantes; ao remeter-se a responsabilidade da política fiscal para o governo central os encargos das medidas fiscais anti-cíclicas são suportadas pelo conjunto dos países participantes, de onde se reduzirá o esforço exigível a cada um dos países atingidos.

Neste processo de evolução gradual, efectivamente iniciado com o Tratado de Roma, antevemos que a totalidade dos instrumentos de política económica acabem por se transferir para as autoridades federais: depois da política comercial externa, da cambial e da monetária será a vez da fiscal.

No que respeita à fiscalidade, a crescente interdependência entre as economias da união e a crescente mobilidade de alguns factores e agentes económicos acabarão por levantar a questão da concorrência fiscal e da eficiente afectação de recursos entre as regiões. Este aspecto é francamente visível nos movimentos de capitais e nas decisões quanto à localização das empresas. A eficiente afectação dos recursos pode impôr proximamente a harmonização de alguma da legislação fiscal, alargando-se a outros domínios à medida que for aumentando a mobilidade do factor de produção cujos rendimentos sejam tributados. Nestas circunstâncias, as competências tributárias repartir-se-ão entre as instituições europeias e as nacionais, assente na distinção entre direitos exclusivos e concorrentes em matéria de legislação fiscal.

Os poderes efectivos dos governos nacionais serão assim cada vez mais limitados e concentrar-se-ão em domínios comparativamente menores. Não que isto seja desfavorável para os políticos nacionais, pois ao reduzirem-se as suas responsabilidades não poderá senão aumentar-lhes o nível de bem-estar. Os domínios que continuarão a pertencer-lhes vão depender do processo de reafecção de competências e de funções entre as duas entidades; a experiência federalista da Alemanha e a confederalista da Suíça fornecem bons indicadores para ajudar a esclarecer esta questão. Em qualquer caso, o processo de transferência será dinâmico.

A reinvenção da Europa pela moeda única estará assim na criação não só de um espaço económico comum, mas também político e, eventualmente, social. Estas são as suas verdadeiras e decisivas consequências e só elas poderão, de facto, justificar a medida. O resto são questões menores que iludem o principal; são a visão da árvore escondendo a floresta.