

# A globalização dos mercados financeiros, a união monetária europeia e as suas conseqüências para a política econômica\*

---

*Hans-Michael Trautwein\*\**

*"The nation state has now become too small for the big problems of life and too big for the small problems."*

**Daniel Bell**

A globalização dos mercados financeiros foi acompanhada, nos últimos 20 anos, de um enorme aumento do volume de dinheiro utilizado para especulação com as diferenças das taxas internacionais de juros e as mudanças das taxas de câmbio. Entrementes os movimentos internacionais de capitais ultrapassaram em muito o comércio transfronteiriço de mercadorias, enquanto o seu volume e as suas oscilações bastam para influir nos fluxos de mercadorias. Em muitos lugares, as restrições do balanço de pagamentos se fazem sentir mais do que no passado. A mobilidade do capital parece ter tirado à política econômica toda e qualquer margem de ação para medidas que não sejam claramente compatíveis com a maximização dos rendimentos de aplicações financeiras a curto prazo.

---

\* Texto revisto de conferência proferida em setembro de 1997, por ocasião do Seminário Internacional Globalização e Financiamento, promoção conjunta da FEE e da filial local do Instituto Goethe, com apoio da FAPERGS e do Instituto Goethe. Título original em alemão: Die Globalisierung der Finanzmärkte, die Europäische Währungsunion und ihre Folgen für die Wirtschaftspolitik. Traduzido por Peter Naumann, que agradece a Carlos Roberto Winckler e a Luiz Augusto Estrella Faria pela revisão técnica e pela solução de problemas estilísticos.

\*\* Economista e Professor Doutor da Universidade Hohenheim, Stuttgart.

As opiniões sobre essa "tomada do poder pelos mercados" divergem amplamente. Os defensores de uma economia de livre mercado aplaudem a globalização, pois ela disciplinaria os políticos ineptos, os sindicalistas sem senso de medida e outros dissipadores de recursos. Pensam que a mobilidade irrestrita assegura a utilização mais produtiva possível do capital. Em contrapartida, os céticos lamentam a perda de espaços de liberdade política para o combate à pobreza e ao desemprego e para o fomento a um crescimento econômico sustentado. De uma perspectiva, as especulações sobre taxas de câmbio produzem um efeito estabilizador sobre o desenvolvimento econômico. De outra, elas produzem um efeito desestabilizador.

No contexto da globalização, a planejada união monetária europeia (UME) reveste-se de especial interesse. Os Estados-membros delegarão a sua soberania monetária ao Banco Central Europeu (BCE), ao passo que conservarão, em grande parte, a sua soberania política. As expectativas acerca da distribuição do poder entre o BCE, os governos nacionais e os mercados financeiros também divergem amplamente. Mas no caso da união monetária, não há linhas divisórias inequívocas entre os defensores e os opositores dos mercados sem barreiras. Muitos esperam que a transição à moeda comunitária euro enfraqueça as duras restrições do balanço de pagamentos ao desenvolvimento econômico nos Estados-membros. Consideram a união monetária uma resposta política à globalização dos mercados. Em contrapartida, os adeptos da liberdade de mercado esperam que a introdução do euro fomente o crescimento econômico e o emprego na Europa mediante a redução dos custos das transações, a eliminação de barreiras que causam ineficiências de mercado e a redução do endividamento estatal. Todos os defensores da UME partem da premissa de que ela superará a instabilidade do atual sistema monetário europeu (SME).

Vários críticos opõem a esse argumento que a união monetária não enfraquecerá as restrições do balanço de pagamentos, mas apenas a moeda. Temem que o "caronismo" na política financeira conduza novamente à estagnação e que, por conseguinte, o Banco Central Europeu nunca atinja a credibilidade do Deutsche Bundesbank, que fornece com a sua moeda, o DM, a moeda-âncora no SME. Outros críticos reparam que as estratégias de política monetária, com as quais se pretende conferir ao euro a reputação de uma união monetária forte, repassarão integralmente os ônus do reajuste aos mercados de trabalho e às regiões marginais da Europa. Perdas correspondentes de empregos, rendas e potenciais de crescimento conduziriam todo o projeto da UME a uma cilada de credibilidade.

Nas explanações a seguir, pretendo esboçar o vaivém da globalização e da união monetária europeia. Na seção 1, o mecanismo de arbitragem e especulação que impulsiona ambos os processos será explicado com base em paridades de

juros. Na seção 2, os costumeiros prognósticos neoclássicos sobre os efeitos macroeconômicos da globalização serão confrontados com alguns fatos estilizados. As suas interpretações controvertidas servirão como pano de fundo para a discussão das vantagens e desvantagens da UME. Como aqui os aspectos da credibilidade da política monetária e os custos da desinflação desempenham um papel central, explicar-se-á, na seção 3, a pré-história da UME na atual associação das taxas de câmbio do SME. Com referência à transição atual do SME à UME, concentrar-me-ei, na seção 4, nas condições de entrada fixadas com os critérios de convergência do Tratado de Maastricht. De momento, os debates na Europa giram em torno da questão se esses critérios ajudam a transformar o euro em uma moeda estável ou se eles tendem mais a configurar um obstáculo para a consecução desse objetivo. Na seção 5, apresentarei algumas especulações sobre o futuro a partir de uma perspectiva eurocêntrica. Em um primeiro momento, coloca-se a pergunta se, quando e em que medida o euro será introduzido. Seguem algumas reflexões sobre a implementação concreta da política monetária européia. Paralelamente a problemas práticos da transição, serão considerados cenários distintos da UME com vistas aos seus efeitos de longo prazo sobre o crescimento e o emprego. O presente trabalho chega a termo com algumas especulações a respeito dos efeitos da UME sobre a globalização dos mercados financeiros do ponto de vista da concorrência monetária com o dólar norte-americano.

## 1 - Globalização, arbitragem dos juros e especulação

Um quadro flagrante da globalização é fornecido pelos dois “monstros de trilhões de dólares” do comércio de divisas e derivativos (Gráfico 1).<sup>1</sup> Os volumes diários médios das vendas nos mercados de contratos de divisas e derivativos são considerados monstruosos por duas razões. Em primeiro lugar, as transações

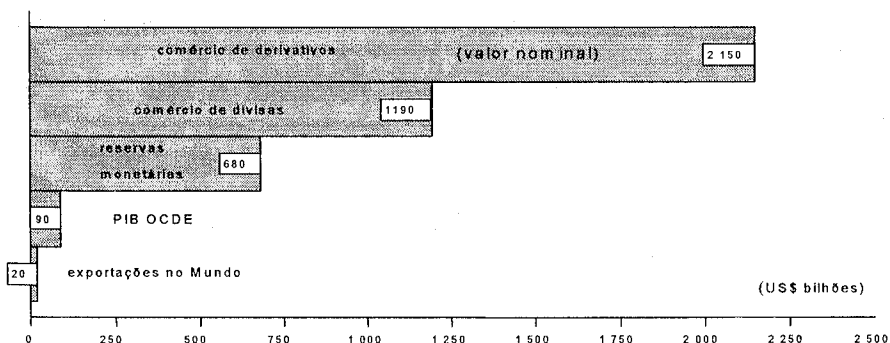
---

<sup>1</sup> Contratos de derivativos são *swaps*, *futures* e opções referidos a juros, taxas de câmbio ou índices de ações. Os números de abril de 1997 foram extraídos do Banco Internacional de Compensações (1996) e contêm os volumes diários de vendas em mercados não formados por Bolsas (US\$ 839 bilhões) e o equivalente diário dos volumes anuais de vendas nas Bolsas (US\$ 1.310 bilhões). Todos os equivalentes diários correspondem à divisão de números anuais por 258 dias úteis. Há uma sobreposição de transações em divisas e derivativos no montante de US\$ 569 trilhões. As posições de reserva são ‘reservas totais sem ouro’ de fins de abril de 1995; **International Financial Statistics** (1996).

de mercado também superaram, em tempos normais, em larga medida os estoques de reservas dos bancos centrais capazes de serem utilizados em intervenções.<sup>2</sup> Muitos observadores concluem disso que as taxas de câmbio e outras grandezas-chave praticamente não podem mais ser monitoradas politicamente. Em segundo lugar, os negócios financeiros internacionais estão, quando muito, "cobertos", em uma fração reduzida, por operações econômicas reais. Os pagamentos de importações de mercadorias e serviços perfazem menos de 3% do comércio de divisas. O valor nominal das apostas e dos deslocamentos de riscos nos mercados de derivativos é aproximadamente 15 vezes superior ao valor nominal da produção mundial (constituída em 60% pelo PIB da OCDE).<sup>3</sup> O monstro dos derivativos mostrou as garras pela primeira vez no *crash* da Bolsa de 1987, quando ele ainda era muito menor. O monstro das divisas levou o SME, em 1992/93, à beira da dissolução. No momento, ele está em *tournée* pelo Sudeste Asiático.

### Gráfico 1

#### Vendas diárias mundiais — abr./95



FONTE: BIS.

FMI.

OCDE.

NOTA: 1. As reservas monetárias referem-se às posições dos Bancos Centrais nos países industrializados.

2. O PIB-OCDE e as exportações no Mundo estão expressas em equivalente diário.

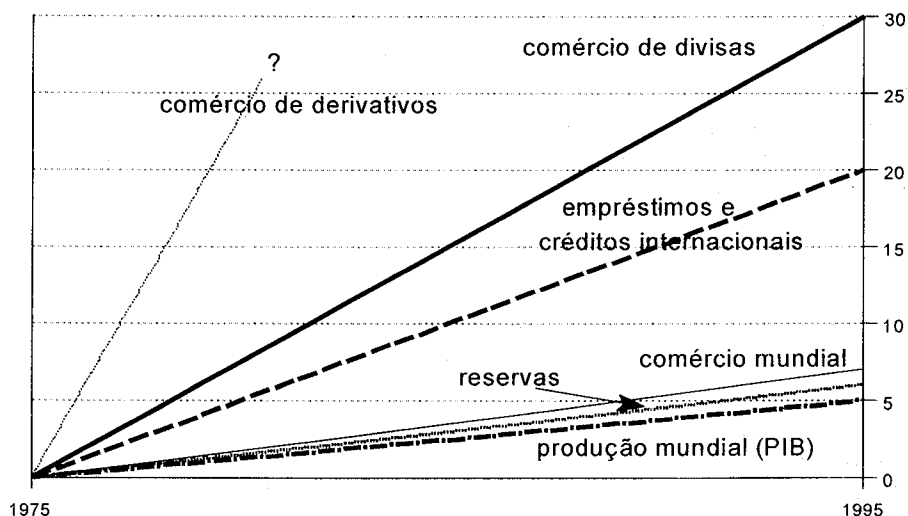
<sup>2</sup> Aqui estão listadas apenas as reservas dos "países industrializados" (OCDE sem a República Tcheca, Luxemburgo, México e Turquia), pois elas podem ser utilizadas em grau substancialmente mais elevado para a estabilização corrente das taxas de câmbio nos mercados de divisas.

<sup>3</sup> Os valores nominais de contratos abertos em diferentes datas de vencimento foram, segundo indicações do Banco Internacional de Compensações (1996), de US\$ 9,2 trilhões nas Bolsas (fins de 1995) e de US\$ 40,6 trilhões em mercados não formados por Bolsas (fins de março de 1995).

Se passarmos do corte transversal dos volumes de vendas, dos fluxos e dos estoques a séries temporais grosseiramente simplificadas, verificamos (Gráfico 2) que os dois “monstros de trilhões de dólares” são criaturas geradas pelas duas décadas passadas. É certo que se pode retrodatar o fenômeno da globalização do mercado financeiro até o surgimento dos “mercados de eurodólares” nos anos 60 (ou ainda até períodos anteriores). Mas os aumentos espetaculares dos mercados financeiros internacionais começaram somente com o colapso do sistema das taxas de câmbio fixas de Bretton Woods e com a crise do petróleo de 1973/74 (OPEP I). Entre 1975 e 1995, o comércio de divisas cresceu quatro vezes mais do que o comércio mundial de mercadorias, cinco vezes mais do que as reservas monetárias dos bancos centrais e seis vezes mais do que a produção mundial. O volume de empréstimos internacionais (títulos e créditos bancários) aumentou aproximadamente três vezes mais do que o comércio mundial e as reservas e quatro vezes mais do que a produção mundial.

Gráfico 2

## Evolução relativa de transações globais — 1975-95



FONTE: Banco Internacional de Compensações.  
FMI.

NOTA: 1. Os fatores de crescimento baseiam-se em valores nominais em US\$ e direito especial de saque (DES). Muitos contratos de derivativos são excessivamente novos para permitir o cálculo dos fatores de crescimento.

2. Os dados históricos do comércio de derivativos não estão disponíveis.

A globalização dos mercados financeiros resulta de um vaivém do progresso técnico na transmissão e no processamento de dados, da inflação elevada em consequência da primeira crise do petróleo, das inovações financeiras, das desregulamentações e das liberalizações dos mercados financeiros nacionais. Decerto, podemos dizer mais alguma coisa sobre a relação entre esses fatores e a sua participação no aumento global da mobilidade do capital. Nas explanações subseqüentes, a ênfase recairá menos sobre as causas, mas muito mais sobre os efeitos do processo de globalização.

A discussão desses efeitos pode ser mais facilmente organizada se mostrarmos, em um primeiro momento, as razões genéricas da determinação de movimentos transfronteiriços de capitais. Em todos os lugares do Mundo, os proprietários de patrimônios estão interessados em maximizar o rendimento real esperado do seu patrimônio. Admitamos que o capital financeiro pode movimentar-se livremente para além das fronteiras, entre um país **A** e um país **B**. Admitamos, ainda, por enquanto, que a taxa de câmbio entre as duas moedas nacionais ( $x = nA\$/1B\pounds$ ) seja constante durante o período em questão da aplicação em títulos estrangeiros (ou outros ativos). Resulta, então, que os proprietários de patrimônios normalmente investem naqueles ativos que permitem esperar a taxa mais elevada de rendimento (em comparação com ativos qualitativamente similares no outro país). Eles procuram, portanto, maximizar a diferença entre o juro nominal ( $i$ ) e o índice inflacionário esperado para o período em questão ( $\hat{p}^e$ ). O capital atravessará as fronteiras até o momento no qual todos os lucros extras de diferenças entre as taxas nacionais de rendimento tiverem sido eliminados por arbitragem. Assim, o equilíbrio do mercado financeiro é definido pela seguinte condição:

$$i_A - \hat{p}_A^e = i_B - \hat{p}_B^e \quad (1)$$

É, no entanto, inverossímil que a taxa de câmbio permaneça constante, se os índices inflacionários apresentarem diferenças fortes ou duradouras. Tomemos como exemplo  $\hat{p}_A > \hat{p}_B$ . Essa diferença aumenta os custos relativos de bens e serviços produzidos no país. A alteração correspondentemente negativa do balanço de transações correntes altera também a relação de oferta e procura no mercado de divisas. Se abstrairmos de outros fatores de influência, o A\$ será desvalorizado e  $x$  subirá. Aplicadores racionais haverão de prever tais desvalorizações, ainda que só depois de alguns processos de aprendizado e não de forma integral. Se as suas expectativas se expressarem inteiramente nos contratos de divisas a prazo,

a condição de equilíbrio (1) poderá ser considerada como “paridade de juros coberta”:<sup>4</sup>

$$i_A = i_B + (x_f - x)/x, \quad (2)$$

com  $x_f$  como câmbio a termo para o período de aplicação em questão e  $x$  como câmbio do dia para o £. Em forma mais genérica, (2) forma a “paridade de juros não coberta”:

$$i_A = i_B + (x^e - x)/x, \quad (3)$$

com  $x^e$  enquanto taxa de câmbio esperada no fim do período (câmbio futuro do dia).

A equação (2) baseia-se, no entanto, na arbitragem entre os aplicadores que querem assegurar os valores das suas receitas em diferentes momentos, ao passo que (3) também contém especulação no sentido de que se deve assumir riscos monetários. O câmbio a termo somente coincide com o câmbio esperado do dia quando há um número suficientemente grande de atores neutros com relação ao risco. Mas na realidade dominam os aplicadores avessos a riscos. Se, portanto, (3) deve ser interpretada como condição do equilíbrio, a equação deverá, conseqüentemente, ser ampliada por um prêmio de risco ( $m$ ) que reflita inseguranças estruturais com relação à taxa de câmbio, à proteção dos direitos de propriedade e à conversibilidade de exigências.<sup>5</sup> Para aplicações em países conhecidos por mudanças abruptas dos índices inflacionários, da tributação do capital e das regulamentações do mercado são exigidas elevações significativas dos juros. Inversamente, essas diferenças de juros podem ser vistas como um bônus de credibilidade para os países cujos governos promovem, na opinião de todos, uma política sustentada de moeda forte, protegendo os interesses dos aplicadores, não importa de que nacionalidade. Por isso, a credibilidade política reduz, por meio de uma redução dos juros, os índices internos dos juros em comparação com outros países.

<sup>4</sup> Os níveis de inflação foram desconsiderados nas duas variações subseqüentes de (1), mas serão considerados mais além.

<sup>5</sup> Essa insegurança comumente é incluída na expectativa da taxa de câmbio. No entanto faz sentido estabelecer uma distinção entre valores “normais” de expectativa e a gama de desvios negativos “não excessivamente inverossímeis” (no sentido da variância ou de outras medidas). Frequentemente, existem diferenças de juros também sem expectativas de desvalorização.

Políticos em “países de moeda fraca” (nos quais  $(x^e - x)/x + m$  for maior do que zero) poderiam ver-se tentados a impedir fluxos de capitais por meio de controles da circulação de capitais, mantendo o nível dos juros em patamares reduzidos. Os custos de um esquivamento a tais controles e a outras restrições de mobilidade são representados pelo fator  $c$ . Com isso, podemos descrever na equação que segue e aproximativamente as mais importantes grandezas que influenciam as aplicações financeiras transfronteiriças:

$$i_A = i_B + (x^e - x)/x + m - c \quad (4)$$

Se  $c$  for igual a zero, teremos “paridade de juros ajustada ao risco”. Não há movimentos de capitais, pois as taxas esperadas de rendimento são iguais em todos os lugares. Mas enquanto a condição de equilíbrio (4) não tiver sido satisfeita, o capital flui além-fronteiras. Naturalmente, podemos considerar a arbitragem e a especulação em mercados financeiros internacionais também sob o aspecto da determinação da taxa de câmbio. Para tal fim, devemos solucionar (4) segundo  $x$ :

$$x = x^e / (1 + i_A - i_B - m + c) \quad (5)$$

Essa equação mostra que a taxa de câmbio atual é determinada por expectativas acerca do desenvolvimento futuro da taxa de câmbio. Por isso, ela é suscetível de fortes oscilações. Se os condutores da política econômica e os presidentes de Bancos Centrais procuram estabilizar o valor da moeda, o nível de emprego ou as exportações por meio da defesa de taxas de câmbio ou patamares de juros, são forçados a efetuar alterações compensadoras em outras variáveis de controle. Aumentos de  $c$  por meio de controle de circulação de capitais, impostos sobre transações ou outras medidas levam, quase sempre, apenas a aumentos igualmente grandes ou mesmo maiores do prêmio do risco  $m$ . Assim, a política econômica freqüentemente é coagida a optar entre a estabilização externa e a interna do valor da moeda, isto é, entre a adequação das taxas de câmbio ou dos juros. Independentemente da opção, uma pressão de desvalorização por parte do mercado pode gerar, por intermédio do aumento dos juros, perdas duradouras de crescimento e de nível de emprego.

À luz das equações (1) a (5), a globalização dos mercados financeiros pode ser descrita conforme segue. Desde os anos 70, o fator  $c$  aproximou-se, na maioria dos países, do zero. Os custos de transação em mercados financeiros foram reduzidos drasticamente por novas tecnologias de informação e comunicação e por novas formas de contrato (inovações financeiras). Para muitos países, a manutenção de controles de circulação do capital evidenciou ser mais



cara do que a sua abolição. Os controles impediam menos as saídas indesejadas de capitais do que as entradas desejadas e a cooperação com outros países.

Não obstante, a eliminação de barreiras à mobilidade do capital parece ter estreitado fortemente os espaços de atuação de uma política econômica nacional. Ficou praticamente impossível perseguir o crescimento econômico, o pleno emprego ou outros objetivos com uma política de juros baixos. Os caminhos tradicionais de fuga da inflação e de desvalorização da moeda evidenciaram ser intransitáveis. Hoje, os governos e os Bancos Centrais devem aceitar, a qualquer momento, elevações dos juros para contra-arrestar a pressão da desvalorização e construir uma reputação de moeda forte que ajude novamente a reduzir os juros. A estabilidade monetária tem prioridade absoluta. Apesar disso, os objetivos da estabilização interna e externa freqüentemente entram em conflito, quando os índices de inflação e os juros de outros países apresentam desvios dos valores domésticos em virtude de ciclos conjunturais assíncronicos ou outros “choques assimétricos”.

Tais desvios também podem ser causados pela própria globalização, a saber, por diferenças no ritmo das desregulamentações do mercado financeiro e da expansão inovadora de crédito e, sobretudo, pela alta volatilidade dos índices inflacionários, dos juros e das taxas de câmbio. Nos últimos 25 anos, os movimentos de capitais internacionais parecem ter contribuído para oscilações conjunturais anormalmente fortes em alguns países. Se há uma lição que os políticos puderam extrair da globalização, ela está no reconhecimento do fato de que existem, na melhor das hipóteses, dois ou três Estados-nação que podem combinar uma política parcialmente autônoma de estabilidade com taxas de câmbio fixas e mobilidade dos capitais. Para a maioria dos países, a desistência das suas pretensões de autonomia tornou-se a única estratégia “dotada de credibilidade”, sem garantia de êxito. Retornarei a essas “ciladas de credibilidade” no contexto do SME (na Seção 4).

## **2 - Condições macroeconômicas na era da globalização**

Será que a globalização contribuirá a longo prazo para estabilizar o valor da moeda e fomentar o crescimento e o emprego? A partir da perspectiva neoclássica do *mainstream* na ciência econômica, a resposta a essa pergunta será genericamente positiva, pois um aumento da mobilidade do capital é considerado, via de regra, um aumento da eficiência do mercado. Em consequência, os “monstros trilionários” dos mercados de divisas e derivativos

não representam nenhuma maldição, mas uma bênção. A arbitragem e a especulação são consideradas mecanismos eficientes do processamento da informação, que estabilizam as economias nacionais à medida que elas se movimentam na direção de uma posição ótima de equilíbrio. Feitas as contas, os monstros são espíritos benfazejos, pois levam os políticos e outros dissipadores de recursos à razão. Esse “prognóstico modelar” convencional pode ser resumido com base em algumas grandezas-chave da macroeconomia, conforme segue:

- a globalização conduz à convergência dos índices inflacionários em nível baixo, pois a estabilidade dos níveis de preços reduz as exigências de juros sobre aplicações na respectiva moeda e contribui, assim, para atrair capitais;
- a mobilidade possibilita usar o capital nas suas formas mais produtivas de utilização. Assim os índices de crescimento real ficarão, com o passar do tempo, ao menos no mesmo nível dos juros reais a longo prazo;
- a mobilidade do capital restringe o endividamento público, que tendencialmente produz apenas a inflação e reduz a rentabilidade de economias nacionais por meio da repressão de investimentos privados;
- a globalização dos mercados financeiros ao menos não produz efeitos negativos sobre o emprego e os salários reais, pois estes não podem ser estabilizados ou fomentados duradouramente pela inflação e pelo endividamento do setor público. Os efeitos de crescimento de um aumento da mobilidade do capital permitem até esperar efeitos ligeiramente positivos dos mercados financeiros sobre o nível de emprego e a renda.

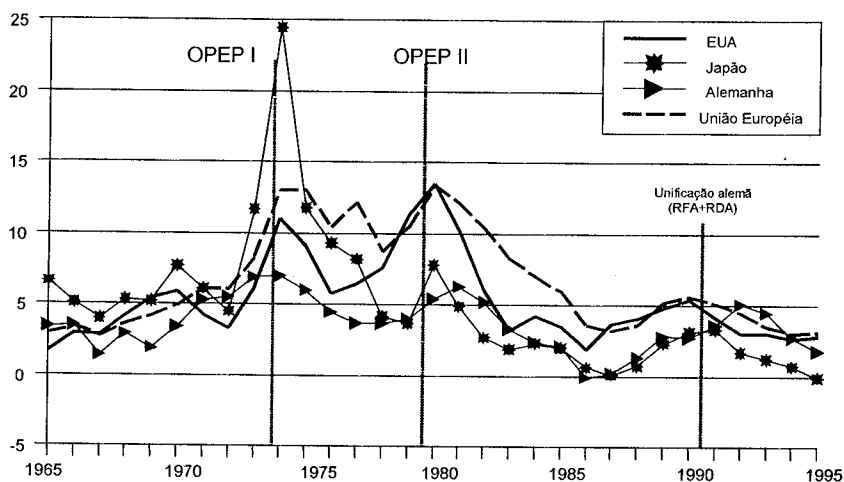
Provavelmente, não se precisa mencionar especialmente que há céticos que contradizem esses prognósticos em todos os sentidos. De qualquer modo, parece indicado “testar” o prognóstico dos quatro itens pelo confronto com os fatos correspondentes. Isto será feito a seguir, com base em uma seleção de dados macroeconômicos para países dominantes no mercado mundial durante as três décadas passadas.

O Gráfico 3 mostra que os índices de inflação, com efeito, baixaram dos níveis de dois dígitos que eles tinham atingido no curso das crises do petróleo — OPEP I e OPEP II —, nos anos 70. Depois de dois períodos de desinflação no início dos anos 80 e no início dos anos 90, os índices inflacionários dos EUA, do Japão e da Europa situam-se na “faixa-alvo”, entre 0% e 3%.

O Gráfico 4 contém um confronto dos índices de crescimento real nos EUA, na Grã-Bretanha e na Alemanha com os juros reais a longo prazo nos respectivos países.<sup>6</sup> Aqui os fatos contradizem o prognóstico neoclássico.

**Gráfico 3**

**Índices de inflação — 1965-95**

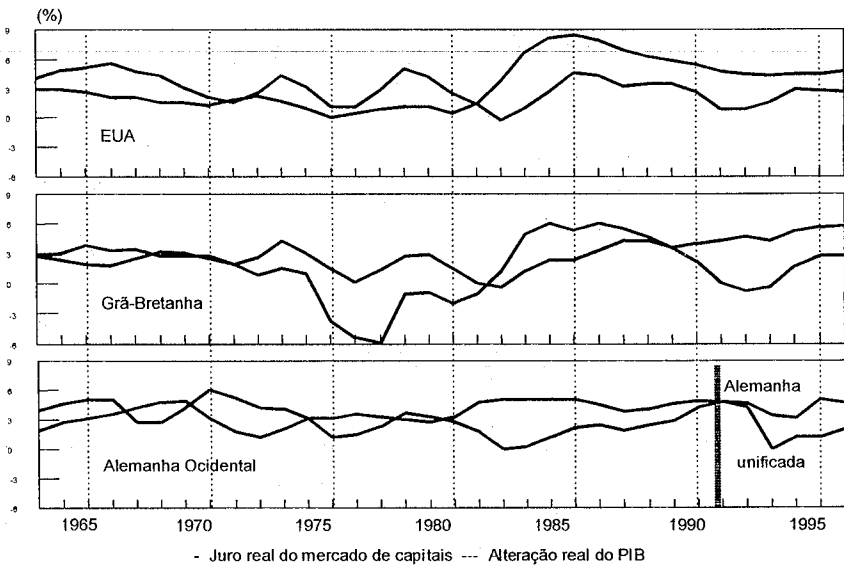


FONTE: OCDE.

<sup>6</sup> A escolha desses três países deve-se às seguintes razões: em primeiro lugar, as suas moedas participaram durante todo o período em epígrafe de, no mínimo, dois terços de todas as transações de divisas; em segundo lugar, o processo de globalização é impellido fundamentalmente pelos centros financeiros de Nova Iorque, Chicago e Londres. Na Alemanha o ritmo de inovação foi e continua sendo sensivelmente mais lento. Por outro lado, os mercados de capitais foram liberalizados cedo na Alemanha, sendo que uma política restritiva de juros levou a reduções consideráveis de juros (bônus de credibilidade) sobre aplicações no território do marco alemão.

## Gráfico 4

**Médias trienais flutuantes do crescimento real e dos juros reais nos EUA, na Grã-Bretanha e na Alemanha — 1963-96**



FONTE: OCDE.

DIW, Departamento Federal de Estatística.

NOTA: A alteração real do PIB tem como base 1991 = 100.

Em comparação com os anos 60 e 70, quando os juros estavam, em média, em torno de 2% e 3%, os juros reais subiram a um patamar de 4% a 6%. Antes de 1980, os índices de crescimento estavam freqüentemente acima dos juros reais. Depois, eles sempre estiveram abaixo, em média flutuante. Os juros reais baixos na estagflação dos anos 70 constituem, sem dúvida, um caso de exceção, e a virada por volta de 1980 pode ser explicada, em um primeiro momento, como uma "ultrapassagem" desinflacionária (OCDE 1993). Mas a partir de meados dos anos 80, poder-se-ia esperar que a mobilidade do capital levasse a uma elevação dos índices de crescimento até o patamar dos juros reais e além dele.

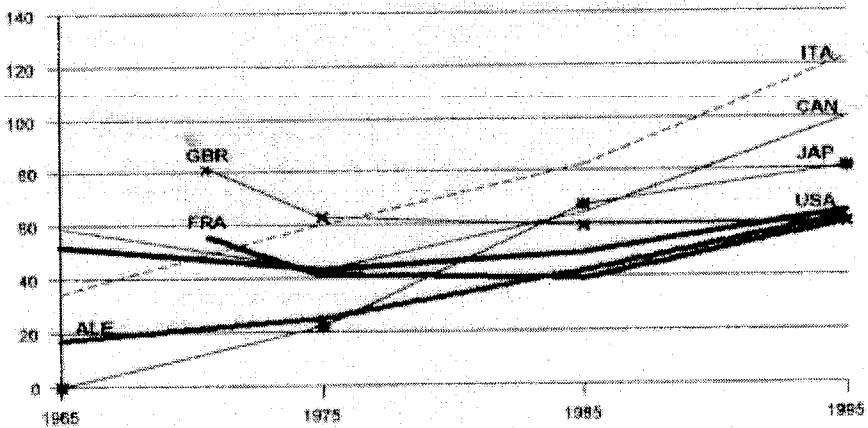
Até agora, isso não ocorreu. A bibliografia especializada oferece três explicações da ultrapassagem continuada dos juros na era da globalização dos mercados financeiros. A primeira recorre aos mecanismos de arbitragem apresentados na Seção 2. Depois, a abolição dos controles e da circulação do capital liberou, além de outras medidas de desregulamentação e de reduções dos custos de transações, capitais para o movimento na direção da mais elevada oferta de juros reais, ajustada ao risco. Em segundo lugar, os prêmios de risco não são independentes das atividades dos aplicadores. Depois do colapso do sistema monetário de Bretton Woods, as oscilações das taxas de câmbio, dos juros e dos índices de inflação reforçaram a insegurança endógena do mercado, dada pela formação de expectativas sobre as expectativas de outros agentes. O aumento das elevações dos juros sobre várias moedas e formas de aplicações, causadas pelos riscos, não apenas aumentou as diferenças de juros, mas também o seu patamar geral. Em terceiro lugar, o aumento da mobilidade do capital dificultou, para vários países, o financiamento dos seus gastos por meio de impostos (inclusive do “imposto inflacionário”). Até onde isso é possível, o setor público desvia-se para a tomada de créditos nos mercados financeiros, o que, por sua vez, força a elevação do patamar de juros.

Também no caso do endividamento do setor público, o quadro (Gráfico 5) não se coaduna bem com o prognóstico *supra*. Entre 1965 e 1995, evidenciou-se um enorme aumento do endividamento estatal nos países do G-7, que, afinal de contas, concentram metade da produção mundial. Em relação ao respectivo PIB, as dívidas do setor público subiram de 0% a 60% nos anos 60 (80% para a Grã-Bretanha em 1970) a valores entre 60% e 120% nos anos 90.

A tendência poderá ser interrompida no futuro, caso os governos dos EUA, da Europa e de outros continentes cumpram as suas promessas de uma modificação duradoura da política financeira. Tais promessas também já foram feitas no passado. Abstraindo as da Grã-Bretanha, elas levaram, no máximo, a um ajuste das idéias acerca dos limites do endividamento do Estado segundo patamares superiores. Com efeito, a globalização dos mercados financeiros mais parece ter aumentado do que freado os empréstimos e as despesas do setor público. Ao menos se pode reconhecer esse contexto para as “grandes economias nacionais” dos países do G-7. No caso dos déficits geminados dos EUA (orçamentos do setor público e balanço de transações correntes), a globalização pode ser considerada mesmo como um substitutivo [*Ersatz*] do “mecanismo de financiamento externo” do padrão dólar-ouro no sistema de Bretton Woods.

## Gráfico 5

## Posição da dívida pública bruta nos países do G-7 — 1965-95



FONTE: Alesina/Perotti (1996).

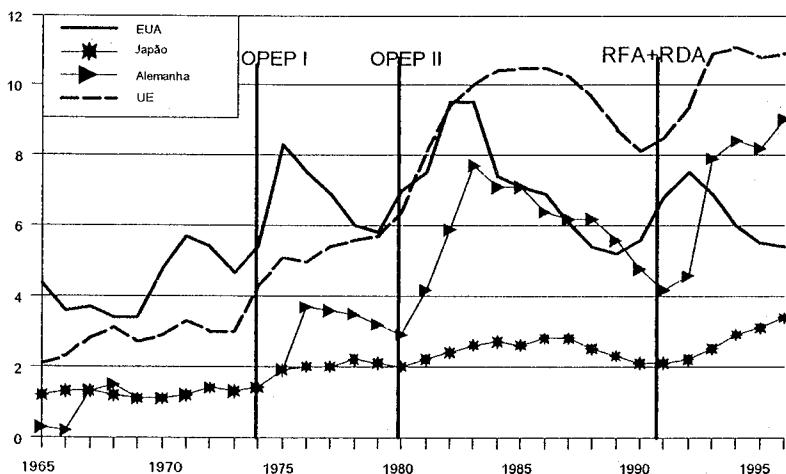
OCDE

- NOTA: 1. O saldo da dívida bruta é definido como "obrigações brutas do setor público".  
 2. Aqui se tomam por base balanços consolidados de governos centrais, entidades territoriais de direito público e previdências sociais.  
 3. O Grupo dos Sete (G-7) abrange os EUA, o Japão, a Alemanha, a França, a Grã-Bretanha, o Canadá e a Itália.  
 4. Os primeiros valores da OCDE para a Grã-Bretanha e a França referem-se ao ano de 1970.

Com referência ao desemprego, o quadro não é unívoco. O Gráfico 6 mostra fortes oscilações cíclicas dos contingentes de desempregados nos EUA, mas não indica nenhuma tendência crescente. Depois dos três choques de preços e juros, das crises do petróleo e da unificação alemã (RFA+RDA), o desemprego aumentou. Mas nas fases seguintes de recuperação, ele se aproximou sempre do seu "nível natural", em torno de 6%. Na Europa Ocidental, os contingentes de desempregados aumentaram fortemente depois dos choques, caindo apenas fracamente depois deles. Na Alemanha Ocidental, a ordem de seqüência inverteu-se depois da unificação: primeiro veio o *boom*, depois o "choque" no mercado de trabalho. Feitas as contas, o desemprego aumentou enormemente entre 1973 e 1995 nos países da União Européia, com poucas exceções: numa média de 3% a 11%.

Gráfico 6

### Índices de desemprego nos EUA, no Japão, na Alemanha e na União Européia — 1965-96



FONTE: OCDE.

O nível e o caráter duradouro do desemprego na Europa são diagnosticados freqüentemente como sintomas de uma “euroesclerose”, uma combinação de regulamentações do mercado de trabalho, manifestações de rigidez salarial, sistemas caros de previdência social e uma má vontade amplamente difundida de enfrentar os desafios da globalização. Não quero discutir aqui o mérito dos debates atuais em torno da “cilada do desemprego na Europa” e o “milagre da criação de empregos nos EUA” (WYPLOSZ, 1994; LINDBECK, 1996; FREEMAN, 1996). Mas não posso resistir à tentação de citar alguns dados flagrantes desses debates, com vistas ao teste do prognóstico supracitado.

Tabela 1

Índices médios anuais de crescimento da produção, do emprego, da produtividade e dos salários nos EUA e na Europa Ocidental — 1973-95

LOCAIS	PRODUTO SOCIAL BRUTO	EMPREGO	PRODUTIVIDADE DO TRABALHO (por pessoa)	SALÁRIO REAL DE CONSUMO (por hora)	SALÁRIO REAL DO PRODUTO (por hora)
EUA .....	2,4	1,8	0,6	-0,3	0,1
Europa Ocidental .....	2,4	0,6	1,8	1,3	1,8

FONTE: LINDBECK, Assar (1996). The west european employment problem. *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.132, p.609-637.

Tomando-se por base índices iguais de crescimento da produção, esses números parecem insinuar um conflito entre os objetivos de assegurar o nível de emprego, aumentar a produtividade e melhorar a renda.<sup>7</sup> Para os assalariados norte-americanos, os salários/hora caíram, e os salários por produto também ficaram aquém do aumento da produtividade. A Europa exibe maiores aumentos salariais e de produtividade, mas, em compensação, uma estagnação no nível de emprego.<sup>8</sup> Apesar de toda a conversa fiada sobre salários reais exageradamente elevados na Europa, os salários de consumo ficam também aqui aquém do aumento da produtividade. Como os números da Tabela 1 se referem ao período que denomino “era da globalização”, praticamente não se coadunam com o prognóstico de que a globalização não produz efeitos negativos sobre o nível de emprego e sobre a remuneração do trabalho.

<sup>7</sup> Para não falar da igualdade de renda. Em recente simpósio, Richard Freeman fez a seguinte pergunta ao público alemão: “Os senhores estariam dispostos a canalizar nos próximos quinze anos todos os aumentos da renda aos 5% mais ricos da população, para assegurar o nível de emprego?” (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1977). Segundo Freeman, 99% de todo o aumento da renda nos EUA beneficiaram, entre 1979 e 1994, a quinta parte mais rica da população.

<sup>8</sup> Lindbeck (1996, p. 614) mostra até que a participação dos salários na renda, na Europa, caiu de aproximadamente 64% por volta de 1973 para cerca de 60% em 1995.



Somando tudo, as tendências reveladas dos índices de crescimento, dos juros reais, dos níveis de endividamento do setor público, dos salários reais e dos índices de desemprego deveriam alimentar em nós o ceticismo diante de “prognósticos modelares neoclássicos”, segundo o figurino simples dos manuais didáticos. Naturalmente, não posso esperar que a minha coleção de fatos estilizados decida qualquer discussão dos custos e dos benefícios da mobilidade do capital. Afinal de contas, os dados podem ser interpretados de forma controvertida. Para os fins da argumentação aqui desenvolvida, será suficiente mencionar duas ressalvas.

A primeira refere-se ao período selecionado. Talvez a minha retrospectiva sobre as últimas duas ou três décadas seja apressada. Ainda estamos em meio a um período de transição. Muitas das reações de adaptação que são necessárias no desequilíbrio para gerar as vantagens prognosticadas da globalização ocorreram recentemente ou ainda estão por ocorrer. Mesmo na Europa Ocidental, a maioria dos mercados financeiros somente foi liberalizada integralmente no início dos anos 90, pouco antes do surgimento dos mercados emergentes da América Latina, do Leste Europeu e de outras regiões.

A segunda ressalva aponta a causação. Não está nada demonstrado que a globalização dos mercados financeiros produziu a influência decisiva sobre os desenvolvimentos macroeconômicos que esbocei. Uma grande parte da minha apresentação foi feita a partir de uma perspectiva européia. Por isso, talvez seria aconselhável buscar as causas de juros reais elevados, de dívidas públicas e de índices de desemprego inicialmente na região, antes de fazer um giro pelas distâncias globais. Afinal de contas, os meus fatos estilizados poderiam também ser explicados com desenvolvimentos falhos específicos da União Européia.

Levo essas ressalvas a sério, abordando não a “euroesclerose”, mas a instabilidade do SME. Depois disso, mostrarei que a transformação do SME em uma UME deve ser compreendida, por um lado, como consequência do processo de globalização e, por outro, como um processo que, por sua vez, provavelmente deverá propulsionar novamente a globalização.

### **3 - A instabilidade do sistema monetário europeu**

Em 1973, entrou em colapso o regime das taxas de câmbio fixas que dominou o Mundo depois da Segunda Guerra Mundial, com o ordenamento monetário promovido em Bretton Woods. Com isso, os planos originários da Comunidade Econômica Européia (CEE) de criar uma união econômica e monetária até o ano de 1980 precisaram ser sepultados. Também na Europa, as taxas de câmbio oscilaram, em parte livremente, em parte no contexto da

"serpente", mas, de qualquer modo, de forma imprevisivelmente forte, em virtude dos elevados índices inflacionários. Em 1979, alguns países da CEE retornaram ao regime explícito de taxas de câmbio fixas.<sup>9</sup> Atrás da criação do SME, havia basicamente as seguintes intenções:

- evitar, por um lado, as fortes oscilações das taxas de câmbio, que prejudicavam o processo de integração econômica e política da Europa; e
- evitar, por outro lado, a assimetria dos ônus de adaptação da política monetária, que, em última análise, tinha conduzido ao colapso do sistema de Bretton Woods.

No centro da construção do SME estava a *basket currency* — European Currency Unit (ECU) —, que deveria formar a âncora nominal do mecanismo das taxas de câmbio. Esse mecanismo foi um sistema de taxas de câmbio fixas, modificáveis apenas politicamente, com estreitas bandas de oscilação (entre, aproximadamente, 2,25% e 6% para a Itália). As obrigações da estabilização das taxas de câmbio foram definidas simetricamente em grades de paridade, regras de intervenção e com a orientação prévia da unanimidade em valorizações e desvalorizações (*realignments*). Mas o ECU nunca pôde assumir esse papel de âncora, pois não preenchia em grau suficiente as funções elementares de meio generalizado de pagamento e de moeda de reserva. No processo do mercado, o marco alemão (DM) acabou se impondo, por razões históricas, como moeda-âncora da Europa.

O modelo pós-guerra do "milagre econômico" alemão contivera, no seu cerne, uma orientação pronunciada para exportações de bens e estabilidade monetária (TRAUTWEIN, 1996). Depois das catástrofes políticas e militares das duas guerras mundiais, que tinham sido interligadas pelas catástrofes econômicas da hiperinflação e da deflação da crise, a credibilidade internacional da nova moeda alemã precisou ser criada, nos anos 50 e 60, no duro caminho dos excedentes de exportações. No sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, isso significava a necessidade de índices inflacionários relativamente reduzidos. A correspondente subvalorização do DM (no seu valor exterior real) favoreceu as exportações e a criação de empregos. Ela levou a permanentes excedentes do balanço de transações correntes e à formação de um grande

---

<sup>9</sup> Os membros fundadores do mecanismo das taxas de câmbio do SME foram a Bélgica, a Dinamarca, a Alemanha, a França, a Irlanda, a Itália e os Países Baixos. Há uma extensa bibliografia sobre o SME, da qual mencionamos aqui como textos introdutórios apenas De Grauwe (1994, cap. 5) e Eichengreen (1996, cap. 5).

estoque de reservas monetárias. Os afluxos de dólares freqüentemente eram esterilizados por elevação dos juros, para prevenir a importação da inflação. Por outro lado, os mercados financeiros alemães cedo estiveram abertos à circulação de capitais internacionais. Nas turbulências monetárias dos anos 70, o DM já dispunha de um bônus de crédito e tinha *status* de moeda de reserva, o que contribuiu para manter as taxas de juros, na economia doméstica, em patamares relativamente baixos.<sup>10</sup> Por isso, havia um amplo consenso acerca da estabilidade monetária como o elemento nuclear da potência econômica da República Federal da Alemanha.

Assim também se explica como o Deutsche Bundesbank pôde impor-se com relativa facilidade aos sindicatos e aos responsáveis pela política econômica, quando ele buscou, nos anos da explosão dos preços do petróleo, o conflito e deflacionou, com o “pé no freio dos juros”, os níveis salariais e de preços. A partir de 1975, ele passou a praticar uma política de monitoramento dos volumes monetários, sinalizando, com isso, que agora daria uma clara prioridade à estabilidade interna da moeda DM contra a estabilidade da taxa de câmbio. Mas no final dos anos 70, as elevações deflacionárias dos juros tinham aumentado sobretudo o valor real externo do DM e conduzido a perdas (até então) recordes de segmentos do mercado mundial e de empregos. O medo de uma crise sistêmica alimentou esperanças de que o retorno a taxas de câmbio fixas possibilitasse a quadratura do círculo: a combinação de uma política monetária independente, da circulação livre de capitais e das vantagens de uma subvalorização do DM no SME.

Em termos gerais, essa estratégia foi exitosa nos anos 80. O DM assumiu o papel da moeda-âncora da Europa, por três razões:

- o DM tinha o maior peso no comércio intra-europeu e (com uma participação de cerca de 30%) na *basket currency* do ECU;
- o DM tinha *status* de moeda de reserva. Com isso, fortaleceu-se a sua aceitação nos mercados mundiais, o que lhe conferiu automaticamente uma estabilidade maior do que à do ECU, praticamente não aceito no mercado. Além disso, o ECU era uma mistura de moedas “fortes” e “fracas”, cujos pesos de cesta freqüentemente eram adequados por razões políticas

---

<sup>10</sup> O Gráfico 4 mostra que os juros reais na Alemanha (diferentemente dos EUA e da Grã-Bretanha), já nos anos 60 e 70, tinham ficado ocasionalmente acima dos índices de crescimento. Em compensação, eles permaneceram, nos anos 80 e 90, em um nível comparativamente baixo.

às moedas fracas, provocando, assim, majorações dos juros sobre aplicações em ECU (diante do DM);

- o DM ganhou força adicional com a sua subvalorização, paralelamente a taxas de câmbio fixas e a uma inflação comparativamente baixa.

No decorrer dos anos, desenvolveu-se uma assimetria dos ônus de adaptação no SME, que praticamente não parecia reversível, enquanto a Alemanha defendia os seus superávits na balança comercial e a sua moeda forte. Sempre que o Bundesbank temia não atingir seu objetivo implícito de estabilidade de preços, ele esterilizava aflusos de divisas por meio da elevação dos juros e da compra de dólares norte-americanos. Quando a correspondente arbitragem dos juros fazia com que outras moedas do SME atingissem os limites superiores das suas bandas contra o DM, o Bundesbank raramente podia ser induzido à cooperação simétrica e à "suavização" da sua política em prol da moeda forte. Os custos da estabilização das taxas de câmbio foram repartidos cada vez mais com os outros bancos centrais e com as outras economias nacionais no SME.

Nos primeiros anos do SME, os outros Estados-membros ainda dispunham de, pelo menos, quatro opções de adaptação:

- neutralização do efeito de saídas de capitais sobre juros domésticos por meio da redução de reservas monetárias;
- restrições administrativas de saídas de capitais;
- desvalorizações em *realignments*, que careciam, contudo, da anuência dos outros membros ao mecanismo das taxas de câmbio;
- "deflação orientada para a concorrência", isto é, redução dos índices inflacionários para o nível alemão ou abaixo dele.<sup>11</sup>

As primeiras três opções desapareceram em poucos anos. Déficits continuados no balanço de transações correntes e o aumento dos fluxos de capitais especulativos restringiram o alcance das operações de reserva à estabilização intrabanda do câmbio a curto prazo. A eficiência de restrições da circulação dos capitais foi prejudicada por uma série de inovações financeiras. Além disso, as restrições políticas da liberdade de ir e vir do capital entravam em contradição com o objetivo da criação de um mercado comum na Europa. Até 1993, os mercados financeiros deveriam estar inteiramente liberalizados na União Européia.

<sup>11</sup> Depois da OPEP II e da política dos juros altos nos EUA e na Grã-Bretanha, houve no Mundo inteiro, no começo dos anos 80, uma deflação, mas sem uma redução substancial da diferença entre a inflação alemã e a da média da União Européia (Gráfico 3).

Entre 1979 e 1987, os Estados-membros do SME acordaram 11 *realignments*. Em oito casos, o franco francês e a lira italiana foram desvalorizados. Mas nenhum *realignment* pôde compensar a subvalorização do DM (Gráfico 7). Por isso os “países de moeda fraca” precisaram reconhecer paulatinamente que as desvalorizações não apontavam nenhuma saída dos círculos viciosos de pressão dos custos-estagflação, saídas de capitais e diferenças crescentes de juros. Especialmente a França e a Itália, mas também outros países, se viram obrigadas a procurar um caminho diferente para escapar da cilada da estagflação.

Em meados dos anos 80, a única opção remanescente parecia ser a opção pela “deflação orientada para a concorrência”. O êxito patente do modelo alemão<sup>12</sup> fez com que os políticos e os representantes dos Bancos Centrais de toda a Europa acreditassem que a assimetria dos ônus de adaptação no SME seria uma bênção inequívoca, por forçar a disciplina monetária. Agora se acreditava que os países de moeda fraca poderiam importar a estabilidade interna da Alemanha pela subordinação da sua política econômica nacional ao objetivo da estabilidade externa. Nesse caminho, a assimetria aumentaria a estabilidade do SME e acabaria, por fim, eliminando a si mesma. Além disso, começou-se a ver na deflação um passo necessário na continuação do caminho da integração européia. A hegemonia do Bundesbank seria reduzida inicialmente por processos de mercado, para depois poder ser eliminada com mais facilidade por meio da transição a uma moeda comunitária.

De acordo com a visão das coisas de então, a dupla estratégia da deflação e do preparo de uma união monetária exigia uma autovinculação crível dos condutores da política econômica por meio de uma fixação definitiva das taxas de câmbio no SME. Por isso, os *realignments* foram excluídos depois de 1987. Afora isso, o mecanismo das taxas de câmbio foi estendido, em 1990, à libra esterlina, à peseta espanhola e ao escudo português, sendo a lira italiana incluída na banda estreita.

Retrospectivamente, sabe-se que as esperanças em uma estabilidade definitiva das taxas de câmbio e em um caminho fácil na direção da união monetária foram infundadas. Entre agosto de 1992 e julho de 1993, quase todas as moedas do SME entraram na mira de ataques especulativos, que levaram, inicialmente, a alguns *realignments* e a algumas saídas (da Grã-Bretanha e da Itália) e, posteriormente, à extensão das bandas a, aproximadamente, 15%. Os movimentos de capitais nos mercados de divisas tinham se tornado tão

---

<sup>12</sup> O Gráfico 7 mostra um continuado índice elevado de desemprego na Alemanha, mas, conforme se pode ver na Gráfico 6, a média européia era ainda superior. Os custos comparativos da deflação serão tratados na próxima seção.

maciços que o sistema das taxas de câmbio fixas no SME só conseguia ser preservado mediante a concessão de uma elevada flexibilidade ao conceito “fixo”.

Por que não foi possível atingir a estabilidade das taxas de câmbio com a deflação? Os Gráficos 3, 4 e 5 sugerem uma resposta simples. Em primeiro lugar, não houve nenhuma deflação, pois os índices de inflação passaram a subir novamente depois de 1986. Depois, o choque da unificação alemã coincidiu com o início de uma recessão mundial. A Alemanha Ocidental entrou no *boom* rumo à unificação e saiu, com isso, do compasso da conjuntura internacional. O Bundesbank elevou os juros a curto prazo para frear a inflação e atrair capitais externos para a “recuperação da parte oriental”. Por volta de 1992, os índices inflacionários tinham caído na Europa abaixo do nível alemão. Mas isso não foi uma deflação que sinalizasse uma nova competitividade, pois ela resultou, sobretudo, de uma depressão que tinha levado a perdas de capital e de empregos, que “reduziam a credibilidade”. Especialmente o Banque de France não lograra, com a sua política da moeda forte (*franc fort vers Francfort*), posicionar o franco como moeda-âncora. Os mercados partiam do pressuposto de que a estabilidade monetária não poderia ser mantida em virtude dos seus custos reais.

Apesar disso, seria demasiado simplista explicar a instabilidade do SME unicamente em função do choque produzido pela unificação alemã, da “dureza” dos diretores do Bundesbank ou da “fraqueza” dos políticos franceses e italianos. A estratégia da deflação orientada para a concorrência acarreta problemas fundamentais que não podem ser solucionados simplesmente por meio de adequações salariais, pois normalmente ela não funciona se as taxas de câmbio são fixadas, mas os mercados de capitais, simultaneamente, são liberalizados. A longo prazo, a maioria das economias nacionais de menor porte somente podem “robustecer” as suas moedas no sistema, atingindo superávits de balanço de transações correntes diante de outros Estados-membros. Entretanto esse cálculo dificilmente poderá dar certo para todos os Estados-membros ao mesmo tempo. Mesmo no caso de avanços de países individuais, as transições de déficits de balanços de transações correntes para superávits estão prenhes de riscos — especialmente se a deflação exigir um aumento temporário da diferença dos juros com relação à moeda-âncora.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Não se pode, contudo, negar que alguns dos membros (atuais) do SME conseguiram tornar as suas moedas exitosamente estáveis por meio de estratégias da vinculação unilateral ao DM e do fomento das exportações. O grupo dos satélites do DM no SME abrange, atualmente, o florim holandês, o xelim austríaco, a coroa dinamarquesa e o franco belga. A forte dependência dessas regiões monetárias do comércio com a Alemanha obrigou-as à deflação diante das turbulências das desregulações dos mercados financeiros europeus. Retrospectivamente, essa adaptação antecipada, nos primeiros momentos, revelou ser um caso de sorte para os referidos países.

Esses problemas de concorrência das exportações foram agravados pela liberalização dos mercados financeiros. A deflação exigiu mais poder de orientação da oferta monetária do que tinha a maioria dos Bancos Centrais nos anos 80. As antigas regulamentações dos créditos e da circulação de capitais precisaram ser substituídas por canais de transmissão da política monetária que fossem mais conformes ao mercado. Mas as vagas da desregulamentação e da liberalização trouxeram expansões de crédito, bolhas especulativas nos mercados imobiliários e de títulos e movimentos crescentemente voláteis de capitais para além das fronteiras. Em alguns países europeus, a transformação estrutural nos mercados financeiros fez os partidários da política deflacionária caírem em uma cilada. As vinculações estritas das taxas de câmbio, consideradas imprescindíveis para uma prevenção convincente de especulações de desvalorização, conduziram a essas mesmas especulações.

O *boom* mundial dos anos 80, alimentado pelo déficit geminado dos EUA e pela queda dos preços do petróleo, levou a uma política pró-cíclica nos países que tinham vinculado as suas moedas estritamente ao ECU. As taxas de câmbio precisaram ser estabilizadas por reduções inflacionárias dos juros, para aliviar a pressão de valorização advinda de aflúxos de capitais especulativos. Por outro lado, o controle da inflação só pôde ser obtido por meio da elevação dos juros. Nessa caminhada, na corda bamba, vários países europeus perderam o equilíbrio, quando o início da recessão coincidiu com a unificação alemã. Mais uma vez o Bundesbank se viu diante da opção de medidas em favor da estabilização interna e da estabilização externa. E mais uma vez ele investiu e aumentou o seu capital de reputação, dando preferência à manutenção da estabilidade dos níveis dos preços na Alemanha e elevando os juros para os outros países a patamares insustentáveis.<sup>14</sup>

As crises do SME de 1992/93 ilustram um dilema fundamental das fixações das taxas de câmbio no decorrer da globalização. No SME, a âncora nominal é determinada, em última instância, pela arbitragem dos juros. Esta converge naquela moeda, cujo valor doméstico já foi antecipadamente defendido de forma crível por um Banco Central independente, ao passo que o seu valor externo (nominal) representa, em virtude de um balanço de pagamentos cronicamente

---

<sup>14</sup> Um exemplo espetacular é a Suécia, que vinculou a sua moeda em 1991 ao ECU, para preparar a adesão à União Européia. Nas vagas especulativas de 1992, o Banco do Reino da Suécia defendeu a taxa de câmbio com juros que foram temporariamente elevados a 500%. Mas tarde, ele se viu, no entanto, obrigado a liberalizar o câmbio da coroa. Para uma discussão da cilada da credibilidade sueca, ver Trautwein (1996).

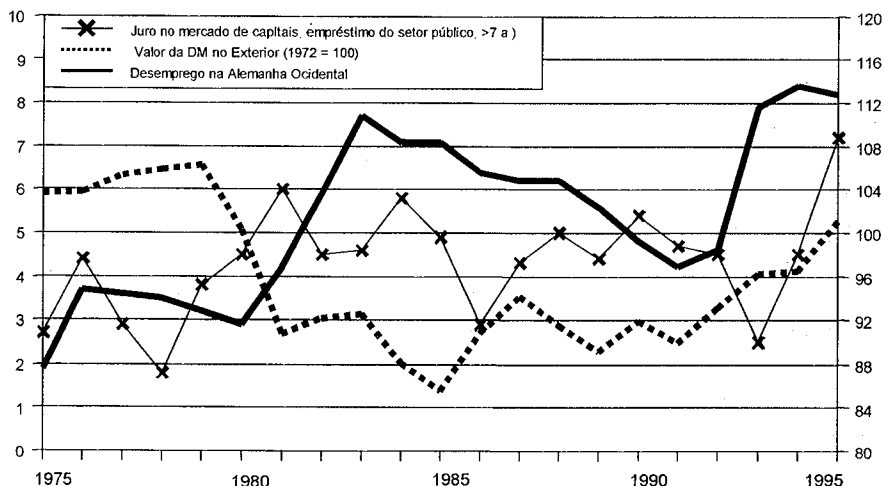
“forte” (superávits da balança comercial e do exigível líquido contra o mundo restante), uma aposta “segura”. A moeda-âncora define a medida de prêmios de risco no sistema. A partir da perspectiva das outras moedas, o seu bônus de credibilidade significa uma redução dos juros, o que dá às indústrias do país da moeda-âncora mais uma vantagem na concorrência. Além disso, necessita-se de choques e mudanças políticas substancialmente mais fortes no país da moeda-âncora, antes de testar a credibilidade do seu Banco Central pelos mercados. Como esse Banco Central não defende uma taxa de câmbio determinada, especula-se, via de regra, primeiro contra os elos mais fracos da corrente. Conseqüentemente, a robustez da moeda-âncora resulta, em certo grau, do enfraquecimento das outras moedas. A cooperação em uma tal associação de taxas de câmbio sempre acaba de novo correndo o risco de se transformar em um jogo de soma zero da concorrência entre diferentes moedas. Assim, não admira que sobretudo a França e a Itália cedo procuraram fugir para a frente, insistindo em uma fixação irrevogável das taxas de câmbio, sobre cujo fundamento a moeda de referência deveria ser substituída por uma moeda comum.

Mas por que os políticos alemães e o chanceler alemão deveriam abandonar a liberdade de ação que lhes foi providenciada pela hegemonia monetária na Europa? Ironicamente, uma grande parte da explicação está na unificação alemã. Ela acelerou o processo da integração européia. É verdade que a mescla alemã de expansão da política financeira e restrição da política monetária fortaleceu, em um primeiro momento, ainda mais o DM nas crises do SME. Mas ela não pôde ser mantida a longo prazo, dentre outras razões, porque a valorização real do DM na deflação européia generalizada obrigou também a Alemanha Ocidental a restrições e aumentou enormemente o desemprego (Gráfico 7). As vantagens da subvalorização do DM no SME desapareceram, de modo que indústrias alemães mais anseiam do que temem a introdução do euro. Mas, mais do que tais cálculos econômicos foram os cálculos políticos que fizeram o Governo alemão concordar com o projeto de uma união monetária européia. Nas negociações de 1989/90 sobre a UME, o DM foi, de certa forma, permutado pela aceitação européia do aumento da Alemanha. Não obstante, o cumprimento do tratado da unificação monetária européia foi colocado na dependência de uma convergência das políticas monetária e financeira, que foi definida com base nos chamados critérios de Maastricht. Desse modo, o debate geral sobre as vantagens e as desvantagens da UME foi vinculado indissociavelmente às específicas vantagens e desvantagens da transição escolhida.



## Gráfico 7

### Valor real do DM no Exterior, juro real no mercado de capitais e desemprego na Alemanha — 1975-95



FONTE: Bundesbank.

OCDE (cotas padronizadas de desempregados para a Alemanha Ocidental).

NOTA: As cotas de desempregados da Alemanha Oriental não foram consideradas em virtude de problemas específicos da transformação do sistema. Entre julho de 1990 e fins de 1995, o desemprego subiu na Alemanha Oriental de 3,1% a 14%; até fins de junho de 1997, atingiu 17,3%.

## 4 - A transição à união monetária europeia

Como no caso da globalização, coloca-se aqui a pergunta: a UME promove, a longo prazo, a estabilidade monetária, um crescimento econômico sustentado e elevados índices de emprego na Europa? Ocorre que aqui não podemos recorrer a um prognóstico modelar simplista de molde neoclássico. Críticos de todos os países apontam um conflito fundamental entre o objetivo da estabilidade de preços, com o qual o BCE deverá comprometer-se, e o empenho em atingir objetivos de

crescimento e de criação de empregos. Grande parte dos argumentos **pró e contra** a UME referem-se à relação entre esses objetivos.<sup>15</sup>

Vários críticos partem do pressuposto de que o euro será uma moeda **fraca**. Eles chamam atenção para o fato de que o BCE não disporá da (nem conquistará) reputação do Bundesbank, pois a união monetária induz ao caronismo em matéria de política financeira. Alguns Estados-membros financiarão os seus objetivos nacionais por meio de um endividamento do Estado, que deverá ser honrado por outros no caminho de juros elevados ou outros custos. A pressão política sobre o BCE levará a uma monetização das dívidas e, com isso, à inflação.

Outros críticos temem que o euro se torne demasiado **forte**. Lembram que o BCE não deve se responsabilizar perante nenhuma instância democraticamente eleita por perdas de potenciais de crescimento e de empregos causadas por sua política. Além disso, eles consideram excessivamente duras as condições da aceitação na união monetária. Estabilizadores automáticos da conjuntura e outros instrumentos da política de estabilidade serão sacrificados pela coação à convergência macroeconômica e à austeridade na política fiscal. Visto nessa perspectiva, o caminho para a união monetária conduz à estagnação e ao desemprego prolongado.

Os defensores da união monetária podem ser classificados, igualmente, segundo o conflito entre os objetivos da estabilidade monetária e a preservação e/ou melhoria do nível de emprego. O primeiro grupo acredita na existência de um tal conflito entre objetivos, ao menos na forma de um jogo de soma zero entre deflação e pleno emprego. Ele espera um enfraquecimento das restrições de financiamento que a insistência do Bundesbank na estabilidade do nível dos preços na Alemanha fixou para todo o SME. O conflito entre essa primeira categoria de adeptos da UME (que, em parte, estão localizados em governos da Europa Meridional) e a primeira categoria de opositores é patente.

O segundo grupo de adeptos da UME contesta a existência de um conflito de objetivos entre estabilidade monetária e preservação e/ou aumento dos empregos. Ele aposta no argumento central do Bundesbank, segundo o qual a inflação baixa é uma **condição prévia** do baixo índice de desemprego (ver

---

<sup>15</sup> Em meio à pletora da bibliografia sobre a UME, os seguintes materiais contêm boas introduções: Currie (1997); De Grauwe (1994, 1996); Goodhart (1996); os trabalhos AEA de Kenen, Mundell, Mussa, Dornbusch, Salvatore e McKinnon sobre *Common Currencies versus Currency Areas* in *American Economic Review* (1997, p.211-229), bem como o caderno especial do *Swedish Economic Policy Review* (1997), com contribuições de Cukierman, von Hagen, De Grauwe, Genberg, McKinnon e Andersen.

Anexo). O euro deveria, assim, tornar-se “tão forte como o marco alemão”, e isso por meio de um processo de convergência crível em índices inflacionários duradouramente baixos na Europa. Então, toda a Europa poderia tirar proveito das vantagens macroeconômicas da estabilidade monetária.

O terceiro grupo de adeptos da UME pouco se preocupa com os riscos da inflação e do desemprego. Ele é formado por otimistas, que acreditam que o euro será, de saída, tão forte como o DM, ainda que por outras razões. Na sua ótica, a estabilidade do euro será assegurada mais por suas vantagens de custo e sua aceitação no mercado do que pelos jogos arriscados da concorrência cooperativa entre as moedas européias, que tinham fortalecido o DM e seus satélites. A “terceira linha de argumentação em favor do euro” consiste dos seguintes prognósticos:

- a UME elimina os custos diretos do gerenciamento intra-europeu de divisas (custos de câmbio e das proteções contra oscilações dos câmbios);
- a UME reduz a insegurança das taxas de câmbio e os prêmios de risco dos investimentos reais na Europa, condicionados pelas várias moedas; só isso já gera efeitos positivos de crescimento e criação de empregos;
- a UME aumenta a transparência dos preços e a concorrência em todos os mercados, o que estabiliza os níveis dos preços e aumenta a renda real;
- a UME cria uma região monetária com 370 milhões de habitantes, cujo potencial econômico é superior ao dos EUA. A aceitação do euro no mercado se fortalecerá, induzindo também empresas, aplicadores e Bancos Centrais fora da sua área a transações na moeda comunitária européia. A demanda mundial pelo euro em mercados de bens e financeiros haverá de torná-lo suficientemente robusto.<sup>16</sup>

Em suma, o valor do euro será maior do que a soma das suas partes, ou seja, do que os “valores” das moedas nacionais que estarão contidas, eliminadas ou superadas [*aufgehoben*] por ele.

Para discutir mais profundamente as vantagens e desvantagens da união monetária, deveremos elucidar inicialmente alguns detalhes dos planos para a transição à UME. O Tratado de Maastricht sobre a união econômica e monetária

---

<sup>16</sup> Há muitas tentativas de uma quantificação dos efeitos de crescimento e de criação de empregos da UME, ver Ochel (1997). Abstraindo o primeiro item, trata-se aqui de suposições vagas. As estimativas do potencial de economia na gestão das divisas também vão de 0,4% a 0,8% do Produto Interno Bruto da Europa, considerando-se os custos de conversão para o euro. Na última seção, abordarei novamente os efeitos globais do euro.

na Europa, assinado em fevereiro de 1992, define um cronograma em três etapas para a introdução do euro.

Na **primeira etapa**, concluída em 1993, estava em pauta a liberalização integral dos mercados de capitais na Europa. Desde 1993, o setor público não pode mais incluir no seu orçamento créditos junto aos Bancos Centrais dos seus países. Além disso, o acesso privilegiado aos mercados financeiros (por via de empréstimos compulsórios, juros mais favoráveis e outras regulamentações) lhe foi subtraído.

Na **segunda etapa**, que estará concluída em fins de 1997, o Instituto Monetário Europeu de Frankfurt deverá preparar a criação do BCE. Os progressos dos Estados-membros no caminho rumo à convergência macroeconômica no SME são verificados com base no seguinte catálogo de critérios:

- a respectiva moeda nacional deverá ter sido negociada, ao menos durante dois anos, sem tensões e desvalorizações nas bandas do mecanismo das taxas de câmbio do SME;
- o índice da inflação não poderá exceder em mais de 1,5% a média dos (no máximo) três países com os preços mais estáveis;
- os juros de longo prazo não podem ultrapassar em mais de 2% a média dos (no máximo) três países com os juros mais baixos;
- o reendividamento líquido dos orçamentos do setor público não poderá passar de 3% do PIB;
- o saldo das dívidas brutas dos orçamentos do setor público não poderá ser superior a 60% do PIB.

As instituições da União Européia (UE) — e de Estados-membros individualmente — não poderão prestar fiança a obrigações de outros Estados-membros.

O cronograma da **terceira etapa** é o que segue. No início de 1998, o Conselho da Europa (formado pelos chefes de governo) decidirá se a união monetária será efetivada e que Estados-membros participarão dela. No mesmo momento, o Instituto Monetário será transformado no Banco Central Europeu. A partir de janeiro de 1999, as paridades das moedas da UME e as suas taxas de conversão serão fixadas irrevogavelmente. A responsabilidade pela política monetária passará integralmente dos Bancos Centrais nacionais ao BCE. Em todo o território da UME, o euro poderá (mas não precisará) ser usado para transferências sem dinheiro. A partir de janeiro de 2002, todos os países participantes deverão trocar as suas moedas e notas em moedas e notas de euro. Seis meses mais tarde, a troca deverá ter sido concluída. Com isso, o euro tornar-se-á o único meio legal de pagamento.

Tabela 2

Os critérios de Maastricht nos prognósticos de convergência para o ano de 1997

PAÍSES	TAXAS DE CÂMBIO ESTÁVEIS POR DOIS ANOS	INFLAÇÃO	JUROS	DÉFICITS DO SETOR PÚBLICO (%)	DÍVIDAS DO SETOR PÚBLICO (%)
Luxemburgo .....	Sim	1,9	5,6	1,2	7
Áustria .....	(1)Sim	2,2	5,9	3,0	74
Bélgica .....	Sim	1,5	6,7	3,0	127
Dinamarca .....	(1)Sim	2,5	7,8	0,5	70
Finlândia .....	(1)Sim	1,4	7,0	2,5	62
França .....	(1)Sim	2,0	5,8	3,7	58
Irlanda .....	(1)Sim	3,0	7,4	2,8	80
Países Baixos .....	Sim	2,3	5,8	2,4	78
Suécia .....	(2)Não	2,4	8,2	2,8	80
Grã-Bretanha .....	Não	2,8	8,3	4,0	59
Alemanha .....	Sim	2,0	5,7	3,4	62
Portugal .....	(1)Sim	2,8	8,0	3,5	72
Espanha .....	Sim	3,0	8,0	3,5	70
Itália .....	(1)Sim	3,0	8,8	4,3	125
Grécia .....	(2)Não	7,5	13,0	6,2	108

FONTE: Deutsche Bundesbank.  
EIU Panel.

NOTA: 1. Os prognósticos de fevereiro de 1997 não correspondem ao estado mais recente da contabilidade criativa e dos comunicados oficiais sobre a observância dos critérios.  
2. Os critérios de Maastricht estabelecem: uma inflação de até 3,1%, taxas de câmbio estáveis por dois anos; juros de até 8,5%; déficits do setor público de até 3,0%; e dívidas do setor público inferiores a 60%.

(1) A moeda nem sempre ficou dentro das faixas do SME. (2) O país não participa do mecanismo das taxas de câmbio, embora a sua moeda tenha mantido uma relativa estabilidade.

Se os critérios de Maastricht devessem ser aplicados estritamente, a união monetária provavelmente só poderia iniciar em Luxemburgo (Tabela 2). Mas o menor Estado-membro da União dificilmente se entusiasmaria com a perspectiva de trocar a sua atual união monetária com a Bélgica por uma eurounião consigo mesmo. Por isso, provavelmente deverá ser tomada uma decisão entre uma transferência da união monetária e uma (parcial) inobservância dos critérios de convergência. Abordarei essa decisão apenas na seção conclusiva e me concentrarei nas explanações subseqüentes na questão de se os critérios de Maastricht, afinal de contas, fazem algum sentido.

O enfoque tradicional para a constatação das vantagens de uma união monetária é formado pela pergunta se a área em questão representa um “espaço monetário ótimo” — *optimum currency area* (OCA). Essa norma ideal refere-se à

capacidade de absorção de choques que atingem "assimetricamente" a demanda e o nível de emprego em áreas parciais do espaço em questão (Estados-nação). Exemplos europeus freqüentemente mencionados são a reunificação alemã e os choques dos preços do petróleo, que colocaram a Grã-Bretanha como exportador líquido de petróleo em confronto com os países restantes da UE. Uma união monetária somente é ótima, se o nível de emprego não precisa ser estabilizado por meio de adequações das taxas de câmbio entre áreas parciais. Em outras palavras, a existência de moedas locais oferece um grau de liberdade do qual não se deveria abrir mão, caso o choque não puder ser absorvido por adequações salariais, migrações de mão-de-obra ou uma política fiscal flexível.

Os critérios de Maastricht não se referem diretamente à flexibilidade de mercados de trabalho na Europa, que, genericamente, é estimada como relativamente reduzida, e estão em contradição potencial com a exigência de um *optimum currency area* (OCA) de estabilização fiscal. Por outro lado, podemos perguntar-nos se a norma de OCA tem alguma relevância no contexto europeu. Em primeiro lugar, a probabilidade de fortes choques assimétricos correspondentes é relativamente reduzida. Entre os Estados-membros da UE, há uma especialização mais reduzida e um comércio mais intra-industrial do que entre os estados dos EUA, cuja união monetária praticamente não é questionada. E as assimetrias existentes na transmissão de impulsos monetários são eliminadas, ao menos parcialmente, pela uniformização da política monetária. Em segundo lugar, as adequações das taxas de câmbio não configuram uma alternativa duradouramente atraente para a União Européia. Isso foi mostrado claramente pelas experiências feitas nas últimas décadas. Em terceiro lugar, a finalidade dos critérios de Maastricht está menos na constatação do que na indução de uma convergência na direção da estabilidade estrutural.

Nas negociações sobre o Tratado de Maastricht, os representantes alemães tinham deixado claro que o euro "deveria ser tão forte como o marco alemão", caso ele devesse substituí-lo. A insistência nas condições da adesão à UME, acima descritas, já foi também denominada cínicamente de estratégia do *keeping the PIGS out*. A sigla *PIGS* refere-se a Portugal, Itália, Grécia e Espanha — países que, no início dos anos 80, eram conhecidos pelo seu elevado índice de inflação, pelo alto grau de endividamento do setor público e pelas suas moedas fracas. Naturalmente, poderíamos objetar contra tais intenções discriminatórias, já que a própria Alemanha pertence ao grupo dos *PIGS*, conforme prognósticos não estilizados para o ano de 1997, isto é, ao grupo dos candidatos não confiáveis, com moedas bastante fracas. Mas isso seria um troco fraco diante das outras reviravoltas que poderiam ocorrer muito bem em interpretações cínicas da política alemã. Se a Alemanha não cumprir os critérios de Maastricht, ela provavelmente não terá maior problema com isso. Se a união monetária precisasse ser transferida,

o Bundesbank conservaria a sua posição de liderança. E um começo sem a Alemanha significaria para os outros países não atingir a finalidade da ação.

Diante da veemente defesa do projeto da UME por parte de círculos governamentais alemães, tais interpretações dos critérios de Maastricht certamente são exageradas. Assim, deveríamos levar a sério o segundo argumento pró-união monetária: a Alemanha deu-se bem com a inflação baixa, por isso a união monetária deveria empenhar-se também pela inflação baixa. Isso será mais fácil, se todos os candidatos se comprometerem de forma crível com a estabilidade monetária. Tanto os manuais didáticos especializados quanto os argumentos clássicos do Bundesbank (ver Anexo) sugerem que uma sinalização de disciplina monetária desde o princípio reduz os custos da deflação (na forma de desemprego) para todos os membros da UME.

Desse modo, coloca-se a pergunta se os critérios de Maastricht sinalizam efetivamente um compromisso digno de crédito com a estabilidade monetária. Seja como for, os critérios monetários são indeterminados nesse tocante. A convergência poderia ser atingida com índices inflacionários e taxas de juros completamente distintos, tanto em níveis altos como em níveis baixos. O critério da taxa de câmbio perdeu grande parte da sua importância, desde que as bandas foram ampliadas a cerca de 15%.<sup>17</sup> Além disso, ele está em contradição com o objetivo de superar a instabilidade do SME. Qualquer especulação sobre as taxas definitivas de conversão ou outros detalhes da transição para o euro poderiam pôr em risco todo o projeto. Dúvidas similares existem com referência aos critérios de inflação e de juros, pois eles confundem o cavalo com o cavaleiro. Para países de moeda fraca no SME, a convergência da inflação e dos juros tornar-se-á uma condição de adesão, cujo cumprimento depende da adesão à União. Se os mercados esperam a adesão, as expectativas de inflação e as exigências de juros reduzir-se-ão. Se não, as diferenças aumentarão, e os respectivos países ficarão excluídos.

As linhas divisórias entre a especulação estabilizante com vistas a uma adesão e os círculos viciosos da especulação desestabilizante podem ser procuradas nos critérios fiscais, cuja justificativa econômica, no entanto, não é destituída de dúvidas. Se o endividamento do setor público, medido pelo produto interno, é excessivo, ou não, depende de uma série de outros fatores, tais como,

---

<sup>17</sup> Na Tabela 2, a chamada (1) assinala que a moeda correspondente nem sempre ficou dentro das bandas estreitas do velho SME (mais ou menos 2,25%) desde o início de 1996. No caso da Suécia e da Grécia, esses países não participam do mecanismo das taxas de câmbio, embora as suas moedas tenham mantido uma relativa estabilidade.

do endividamento e da taxa de poupança do setor privado, da duração e da profundidade de fases conjunturais atuais ou da influência da estrutura populacional sobre os custos dos sistemas de aposentadoria e de saúde. A faixa de 3% a 60% provavelmente foi traçada sob medida para as expectativas pessimistas que se nutriam em 1991 quanto à situação orçamentária alemã, com vistas a 1997. A justificativa dessa normatização surge dos argumentos antes aduzidos pró e contra a união monetária.

Para a Alemanha, a perda da “marca registrada” do DM e da posição de liderança na política monetária significa uma contrapartida prévia na forma de “custos imputados”, que só serão compensados pelo euro, se ele se tornar uma moeda forte. Por isso, todos os candidatos com dívidas elevadas deverão operar uma virada decisiva na sua política fiscal. Por um lado, eles sinalizam, assim, um sacrifício que corresponde à contrapartida prévia da Alemanha. Por outro, isso reduz o perigo de custos e índices inflacionários crescentes na UME.

Considerado sob os aspectos da inconsistência do tempo e da globalização dos mercados financeiros, o segundo argumento é de natureza duvidosa. A contenção em matéria de política fiscal no processo de transição será possivelmente comprada ao preço de déficits maiores depois da adesão à UME. Se as economias temporárias nos gastos públicos tiverem cumprido a sua função para os candidatos, elas eventualmente serão revogadas para compensar os “custos excessivos” da adesão. Ocorre que mesmo tais estratégias não têm por consequência necessária um enfraquecimento do euro. Se Estados-membros individuais contraírem dívidas elevadas, isso poderá produzir efeitos sobre os juros — só que não apenas na Europa, mas no Mundo inteiro. Por outro lado, o crescente refinamento das transações em mercados financeiros integrados cuidará para que os ônus do endividamento repercutam sobre os emitentes na forma de majorações dos juros.

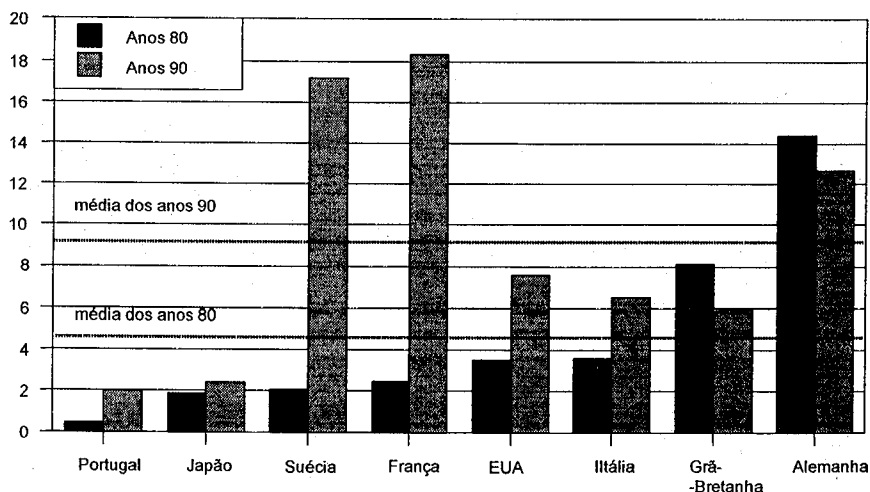
Assim, resta como último argumento a referência ao modelo alemão, segundo o qual uma forte auto-obrigação à disciplina monetária reduz os custos de longo prazo da deflação. Infelizmente, um cálculo mais preciso dos custos não resulta tão positivo como o Bundesbank e a segunda categoria dos defensores da UME apreciariam. Tivessem eles razão, a Alemanha dos anos 80 e 90 deveria ter tirado proveito de um bônus de credibilidade, que se teria expresso não apenas em juros relativamente baixos, mas também em reduzidos aumentos do desemprego durante a deflação. Mas o Gráfico 8 mostra que as “taxas de sacrifício” da Alemanha estiveram, nessas duas décadas, muito acima da média de seis dos sete países do G-7, somados à Suécia e a Portugal. O quadro não se altera essencialmente, se considerarmos os níveis da inflação e do desemprego nas taxas de sacrifício, que, na Alemanha, foram, como se sabe, relativamente reduzidas no início dos respectivos períodos de deflação (Gráfico 9). Os ganhos de



criação de empregos, gerados pela subvalorização do DM nos anos 80, não puderam compensar as perdas que, em parte, tinham surgido em decorrência dos aumentos dos juros na deflação (Gráfico 7). Nos anos 90, as vantagens da subvalorização tinham desaparecido diante da deflação nos países restantes e diante de várias valorizações do DM.

**Gráfico 8**

**Taxas de sacrifício de oito países da OCDE nas décadas de 80 e 90**



FONTE DOS DADOS BRUTOS: OCDE.

NOTA: As taxas de sacrifício são definidas conforme segue:

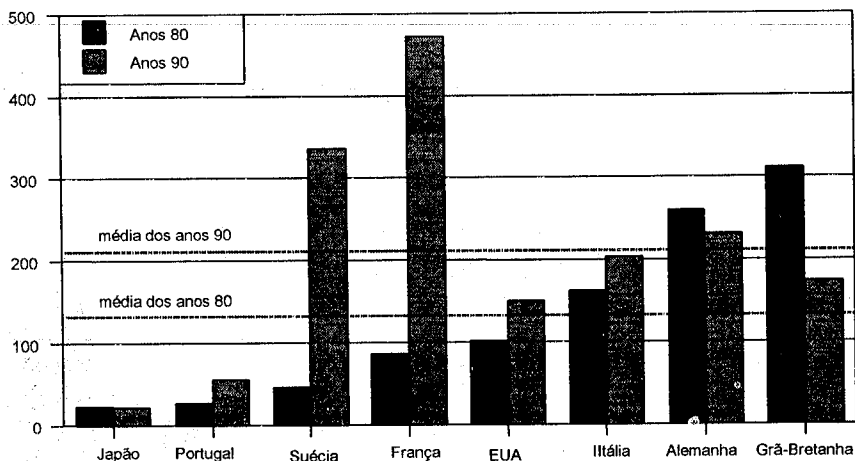
$$\sum (u_t - u_0) / (\hat{p}_{\max} - \hat{p}_{\min}); \quad t = 1, \dots, n|_{\min}$$

sendo que  $\hat{p}_{\max}$  representa o índice de inflação no início do período de deflação e  $\hat{p}_{\min}$  o

índice de inflação no fim do mesmo período.  $u_0$  é a taxa de desemprego no início da deflação. Ela é subtraída dos dados trimestrais sobre o desemprego durante o período da deflação. Em seguida, as diferenças são somadas. Suécia e Portugal substituem aqui o Canadá (o país do G-7 que está faltando), por constituírem casos especiais na Europa — a Suécia, em virtude do desemprego extremamente baixo nos anos 80 (cerca de 2%), e Portugal, em virtude de uma inflação extremamente elevada (32% em 1983). As taxas de sacrifício foram calculadas segundo os dados trimestrais de **Historical Statistics e Monthly Reports** da OCDE (**Main Economic Indicators**).

## Gráfico 9

### Taxas de sacrifício versus índices da inflação e do desemprego em oito países da OCDE, nas décadas de 80 e 90



FORNE DOS DADOS BRUTOS: OCDE.

NOTA: Em analogia aos costumesiros *misery indices*, as taxas de sacrifício definidas acima foram multiplicadas pelas somas dos níveis inicial e final da inflação e do desemprego.

Poderia argumentar agora que a credibilidade dos Bancos Centrais aumenta na proporção da sua disposição de não considerar os custos da deflação. Eventualmente, caberia defender também a opinião (contrariamente à posição oficial do Bundesbank) de que as elevadas taxas alemãs de sacrifício foram necessárias para a defesa da vantagem de credibilidade do Bundesbank. Não importa se essa foi, ou não, a receita da política alemã: os outros países europeus não podem recorrer a ela. Os Gráficos 8 e 9 mostram que a França e a Suécia tiveram de registrar, nos anos 90, custos enormes de deflação. Em última instância, tais sacrifícios enfraqueceram as suas moedas ao invés de torná-las fortes. Por isso, não admira que lá, e também em outros países, predomine a opinião de que a estabilidade do euro não vale tais sacrifícios (*Mourir pour Maastricht?*).

Considerando o conjunto desses argumentos, deve-se, conseqüentemente, pôr em dúvida se os critérios de convergência de Maastricht são o melhor caminho para uma união monetária estável. Deve-se mesmo temer que eles acabem criando problemas adicionais para a transição:

- se os critérios forem observados rigorosamente, a UME deverá ser postergada, pois a maioria dos candidatos não está qualificada para a adesão. Mas uma postergação do projeto encerra o risco de um fracasso definitivo, porque os mercados reagirão previsivelmente com majorações marcantes dos juros e especulações com vistas a desvalorizações. Além disso, uma prorrogação e um endurecimento dos programas de contenção não serão mais aceitos pelos eleitores e por *lobbies* em alguns países europeus;
- se os critérios forem interpretados de forma que inicialmente só um núcleo de países formará uma união monetária, ao passo que outros deverão esperar, as tendências à desintegração praticamente não poderão ser evitadas na União Européia;
- se os critérios não forem interpretados rigorosamente (para o que as cláusulas impressas em tipos miúdos no Tratado de Maastricht oferecem saídas), a união monetária poderá começar com quase todos os Estados-membros da UE. Mas a credibilidade do BCE ficará prejudicada pela inconsistência das suas modalidades de introdução.

O último item não deveria ser enfatizado excessivamente, pois as expectativas acerca da política futura do BCE desempenham um papel cada vez mais importante, independentemente dos prognósticos sobre o cumprimento e o não-cumprimento dos critérios de Maastricht, que mudam constantemente. Vamos nos ocupar com essas expectativas na seção conclusiva.

## 5 - Uma prospecção global da união monetária

Até este momento, movimentamo-nos em áreas conhecidas, transitando do passado do SME para o presente da transição à UME. Agora, a viagem continua na direção do futuro desconhecido. Aqui não nos resta nada mais do que fazer especulações. Diante dos obstáculos que apareceram no caminho de Maastricht rumo ao euro, coloca-se, de início, a pergunta se a UME chegará efetivamente e, caso positivo, quando e em que países. Respostas positivas somente produzem novas perguntas: qual será o perfil da política monetária do BCE? Onde conflitos internos da União e com o resto do Mundo estão à espreita? Na discussão dessas perguntas, retornaremos, por fim, às perguntas que orientaram essas reflexões, a saber: a união monetária propiciará a estabilidade

monetária, o crescimento sustentado e a elevação dos níveis de emprego? Que efeitos ela produzirá sobre os mercados financeiros globais? Será que a união monetária deslanchará no momento certo? Quem participará dela?

Apesar dos problemas ligados ao cumprimento dos critérios de Maastricht, a proposta de uma postergação da UME (fora de alguns círculos, na Alemanha) praticamente não teve eco, e isso pelas razões acima mencionadas: o risco de um fracasso definitivo é excessivamente grande. Naturalmente, não se pode excluir que o nervosismo atual nos mercados de ações e divisas se descarregue em mais uma crise do SME. Mas, as implicações de uma tal crise não são unívocas. Ela pode, por um lado, conduzir a uma postergação da UME, mas, em última instância, a instabilidade das taxas de câmbio somente reforçará a vontade política de optar pela fuga em frente e introduzir a moeda unitária sem delongas.

Essa atitude decidida expressa-se também nas expectativas dos mercados, que podem ser constatadas no desaparecimento das majorações dos juros (inclusive na Itália). Aposta-se agora, com elevado grau de probabilidade, que o euro será introduzido conforme o cronograma e em todo o território da UE. Durante alguns meses, falou-se muito de uma união nuclear (*core union*). Ao lado da França, que, por razões políticas, não pode ser excluída, deveriam participar dessa união nuclear apenas os atuais países de moeda forte no SME, isto é, Alemanha, Áustria, Países Baixos, Dinamarca, Bélgica, Luxemburgo e Irlanda. Os outros países estariam vinculados à união nuclear por meio de um mecanismo modificado de taxas de câmbio (SME II), no qual a iniciativa para realinhamentos e intervenções ficaria amplamente reservada ao BCE. Os membros do SME II deveriam satisfazer os critérios de Maastricht antes de aderir à união nuclear. Os planos para uma tal "Europa em dois tempos" chocaram-se com protestos veementes. Como não se pode negar que os países do SME II ficariam desligados do processo de integração, esses planos por ora foram engavetados.

Apesar de todas as confissões retóricas [*Lippenbekenntnisse*] de uma interpretação rigorosa dos critérios de Maastricht, espera-se, genericamente, que o Conselho da Europa deixe prevalecer a magnanimidade na sua decisão sobre o início da união monetária. Nesse caso, todos os países poderiam aderir, com exceção da Grã-Bretanha e da Suécia, caso a participação bienal do mecanismo das taxas de câmbio continuar sendo pressuposta, e também da Grécia. A Grã-Bretanha e a Suécia provavelmente optarão, de qualquer modo, por uma adesão em momento posterior, pois as suas taxas ótimas de conversão em euro ainda são especialmente incertas.

A elevada probabilidade de uma grande união monetária leva-nos às próximas perguntas: como a política monetária será implementada? E até que ponto ela entrará em conflito com interesses nacionais? A expectativa de uma grande

UME aparece geralmente de mãos dadas com a expectativa de que o euro será uma moeda bastante fraca. De acordo com uma opinião amplamente difundida, o BCE cederá tanto mais facilmente a pressões inflacionárias quanto maior for o número de representantes de países com predisposição inflacionária relativamente elevada presentes nos seus órgãos diretores.<sup>18</sup> Mas esse não será necessariamente o caso, pois a independência formal do BCE e o seu compromisso com a estabilidade do nível de preços são bem maiores do que os de qualquer Banco Central nacional no SME, inclusive do Bundesbank. A independência pessoal dos membros do conselho do banco central será fortalecida por mandatos longos (oito anos), excluída a possibilidade da reeleição. A independência institucional está assegurada pelo Tratado de Maastricht, que proíbe categoricamente ao BCE aceitar instruções de qualquer instância. Por isso, é perfeitamente provável que o BCE implementará, no início da união monetária, uma política monetária restritiva, para criar a sua credibilidade no tocante à estabilização monetária. Ele possivelmente enfatizará a sua independência, procurando entrar em conflito com os governos nacionais. Ao lado da escolha de Frankfurt para sediar o BCE e de outras semelhanças estruturais com o Bundesbank, esse cenário da "largada dura" corresponderia ao modelo alemão da conquista de reputação. A imitação talvez transferisse adicionalmente a credibilidade do Bundesbank ao BCE.

Não obstante, a estratégia de uma largada com juros elevados encerra muitos riscos também para o BCE, pois ele somente pode ganhar credibilidade se convencer os mercados de que controla o processo de transmissão da política monetária. Para tal, ele necessita de objetivos claramente formulados e instrumentos eficazes. É certo que o Tratado de Maastricht formula como objetivo a estabilidade de preços, mas ele não contém nenhuma definição operacional desse objetivo. Assim, discute-se acaloradamente se o BCE deverá visar a um objetivo vinculado à inflação, a uma norma de estabilidade de preços ou a objetivos intermediários na forma de volumes de moeda ou outras variáveis. A primeira dificuldade é a definição de um nível adequado de preços em uma grande união monetária formada por economias nacionais heterogêneas. Certamente, passarão vários anos até que o BCE encontre um indicador amplamente aceitável da

---

<sup>18</sup> A política do BCE será definida por um Conselho do Banco Central cujo modelo é o Bundesbank. O diretório compor-se-á do presidente, do vice-presidente e de, ao menos, três outros membros a serem nomeados por unanimidade pelos chefes de governo da UME. Além disso, o conselho compor-se-á dos presidentes dos Bancos Centrais nacionais, que, por sua vez, são os órgãos executivos do BCE no plano do Estado-membro individual.

inflação. Entrementes seria talvez mais prudente operar com grandezas de objetivos intermediários. Aqui as vantagens da reputação de uma vinculação a regras poderiam ser combinadas com liberdades discricionárias necessárias para a procura das adequadas alavancas de controle. A práxis do Bundesbank mostra que a utilização de um objetivo de volumes de moeda pode perfeitamente preservar alguma flexibilidade no âmbito da vinculação a regras, pois o Bundesbank adquiriu credibilidade com o monitoramento do volume de dinheiro, embora não tenha atingido os seus objetivos na metade do tempo. Ele acostumou os mercados a esperar que a suposta (implícita) norma de preços fosse observada a médio prazo.

Mas a escolha de um objetivo intermediário adequado para o BCE também não é simples. Os canais de transmissão da política monetária na Europa correm em diferentes direções. Atualmente, os setores financeiros nacionais ainda apresentam diferenças consideráveis entre si com referência à utilização de dinheiro em espécie, às velocidades de circulação e aos multiplicadores de M1, com referência à importância de bancos e com referência aos efeitos de demanda de alterações de juros.<sup>19</sup> No entanto duas razões levam-nos a esperar uma rápida adequação de alguns canais de transmissão. A primeira reside em um forte estímulo à economia de custos por meio de transferências sem dinheiro, que poderá ser atingida mesmo em transações de porte minúsculo, durante a utilização temporariamente paralela do euro e das moedas nacionais. A segunda razão reside no consenso generalizado dos instrumentos básicos da política monetária, que aposta — similarmente aos instrumentos básicos da política monetária do Bundesbank — em redesconto de títulos cambiais com bancos comerciais para efetuar o monitoramento fino do volume de dinheiro. Os juros de curto prazo serão limitados para baixo por facilidades automáticas de crédito (redesconto e similares) e para cima por créditos *stand by*. De momento, a discussão gira basicamente em torno da utilização de reservas mínimas e do acesso a TARGET, o sistema de “euroclearing” do BCE, que cumpre também funções de refinanciamento e de garantia de liquidez a curto prazo.

---

<sup>19</sup> Entre 1990 e 1994, os níveis de dinheiro em espécie (circulação de moeda em espécie/ aplicações à vista) estavam entre 0,08 na Grã-Bretanha e 1,59 na Grécia (sendo a média não ponderada 0,45), os multiplicadores de M1 (moeda em espécie para aplicações à vista) iam de 1,02 na Grécia a 10,1 na Grã-Bretanha (com uma média não ponderada de 3,22); ver Von Hagen (1997). Alterações dos juros influenciam acima da média a demanda agregada nos países nos quais um grande número de orçamentos privados [*private Haushalte*] está altamente endividado, como, por exemplo, com a aquisição da casa própria.

Não obstante, ainda resta muita insegurança acerca da política monetária europeia no início da terceira etapa (a partir de 1999). Os mercados estarão nervosos, de modo que o BCE facilmente poderá ultrapassar o seu objetivo no empenho de obter o controle dos juros de curto prazo. Essas dificuldades iniciais possivelmente serão reforçadas ainda por oscilações das taxas de câmbio entre o euro e o dólar norte-americano. Adicionalmente às turbulências especulativas, as reservas monetárias dos Bancos Centrais criam, no tocante ao seu volume e à sua composição, problemas de adaptação dificilmente estimáveis. De início, um excesso de DM elevará as taxas de câmbio do dólar norte-americano. Posteriormente, um excesso de dólares norte-americanos gerará pressões na direção contrária. Uma grande parte das reservas em DM, mantidas pelos Bancos Centrais no Mundo inteiro, será vendida antes de 1999, pois elas se tornarão sem valor para futuros bancos associados à UME (ao passo que ainda podem ser utilizadas agora para a observância dos critérios de Maastricht). Para os bancos não associados à UME, o valor de longo prazo das reservas em DM convertidas em euro é incerto. O excesso de DM explica até um certo ponto a atual fraqueza do DM nos mercados de divisas. Por outro lado, o BCE necessitará apenas de uma fração das reservas em dólares mantidas pelos bancos centrais do SME. A venda de reservas excedentes fará, por sua vez, com que o dólar perca valor.

Tudo somado, a probabilidade de fortes turbulências nos mercados globais de divisas e no mercado monetário europeu é bastante elevada nos próximos cinco anos. Prognósticos precisos praticamente são impossíveis diante da insegurança acerca das novas regras do jogo e das apostas no jogo com o euro.

O que se pode dizer genericamente sobre as perspectivas de crescimento e dos empregos na Europa? Onde estão as novas linhas de conflitos entre interesses nacionais? A união monetária deverá acarretar provavelmente mais um deslocamento de peso de perspectivas nacionais na direção de perspectivas (sub)regionais das políticas fiscal e tributária. Na Europa, as fixações tradicionais em balanços nacionais de pagamento e suas grandezas de cálculo possivelmente haverão de desaparecer. Como as moedas nacionais desaparecem, a sua posição relativa não deve mais ser lida em tais balanços de pagamentos. "Balanços" e desequilíbrios setoriais e regionais provavelmente se revestirão de maior importância. As novas linhas de conflito na Europa correspondem, na sua estrutura geral, mais às linhas de conflito em países de estrutura federativa, como os EUA ou a Alemanha (ou o Brasil?).

A longo prazo, a união monetária pode gerar perfeitamente os efeitos positivos sobre o crescimento e a criação de empregos que listei na terceira categoria otimista dos argumentos pró-UME, na seção 4. Economias nos custos de transações e nas majorações dos juros condicionadas pelos riscos

estabilizarão o nível de preços no processo do mercado. Os sindicatos não precisarão mais temer que o aumento real de salário por produtividade seja punido com perdas dos empregos, como foi (ou pareceu ser) frequentemente o caso na Alemanha. Por outro lado, eles também não poderão especular com a saída de emergência da desvalorização, se os custos salariais por peça produzida subirem com excessiva rapidez diante da concorrência europeia. Com a integração crescente dos mercados financeiros da Europa, a diversificação de produtos conduzirá também a uma oferta mais eficiente de capitais, que reduzirá tendencialmente os juros de investimentos reais. Todas essas tendências poderão apoiar o BCE no seu empenho de assegurar a estabilidade do nível de preços sem juros reais elevados.

Somando tudo, poderíamos formular o prognóstico de que a união monetária europeia produzirá efeitos negativos sobre o crescimento na atual fase de transição. No período inicial da política do BCE, os efeitos sobre o crescimento serão neutros (ou não predizíveis), para passar, finalmente, ao campo positivo.<sup>20</sup> Mas devemos lembrar nesse contexto a reserva de princípio segundo a qual só se pode especular sobre o término do experimento da UME. Não é nada difícil desenvolver outros cenários, de perfil pessimista, nos quais conflitos entre o objetivo da estabilização do nível de preços, buscado pelo BCE, e interesses particularistas de Estados-membros ou de pessoas jurídicas de direito público da UE conduzem a uma paralisia recíproca, à estagflação e à especulação contra o euro. Como uma união monetária do porte e da complexidade da UME é um acontecimento até agora único na história, não há nenhuma distribuição probabilística dos acontecimentos que nos permita formular valores experimentais razoavelmente confiáveis para diferentes cenários.

Assim, retornamos finalmente à globalização dos mercados financeiros e, com isso, à pergunta sobre como a união monetária influenciará esse processo. Pode-se interpretar a UME como resposta política à globalização dos mercados financeiros, como uma tentativa de reconquistar o controle dos juros e dos preços, que os Estados nacionais individuais perderam, em grande parte, em meio à insegurança das taxas de câmbio e da montanha russa dos índices inflacionários. A introdução de uma moeda comunitária leva claramente à probabilidade de que o volume comercial em euro será, na sua totalidade, maior "do que a soma das

---

<sup>20</sup> Simulações dos efeitos da UME sobre o crescimento do PIB alemão conduzem a estimativas segundo as quais a união monetária leva entre 1994 e 1999, a uma perda anual média de -0,5% do PIB, mas gera depois ganhos de 1,5% no período 2000-05 e de 2,5% a partir de 2006; ver Ochel (1997).



suas partes” no atual comércio em moedas do SME. Negócios no mercado mundial em matérias-primas, outros produtos e títulos financeiros são feitos atualmente sobretudo em dólares norte-americanos, também quando celebrados fora dos EUA entre terceiros. Uma grande parte desses negócios poderia passar para o euro (por exemplo, o comércio de petróleo com a Europa). O processo de globalização receberá também novos impulsos a partir da intensificação da concorrência entre os centros financeiros norte-americanos, asiáticos e europeus.

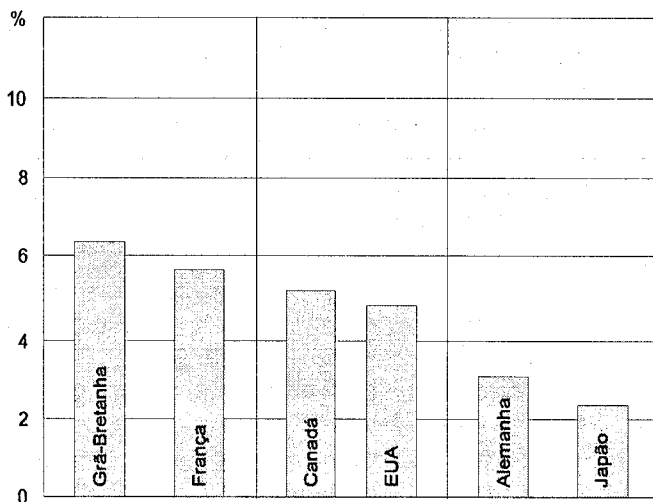
Se o euro tiver uma grande aceitação em virtude de uma combinação de política monetária dotada de credibilidade e das externalidades esboçadas de um grande mercado interno, o prognóstico modelar neoclássico sobre os efeitos macroeconômicos da globalização poderá acabar sendo confirmado (ver seção 2). A mobilidade dos capitais poderá, então, estabilizar efetivamente os preços, os juros reais (em relação ao crescimento) e os índices de desemprego em patamares (mais) baixos. Mas um “fortalecimento” do euro por uma política de juros elevados em combinação com um afastamento parcial do dólar norte-americano das transações no mercado mundial deverá questionar a hierarquia das moedas. Talvez, por esse motivo, a união monetária na Europa signifique o início de uma nova rodada da concorrência pela posição da moeda de referência global, da “moeda mundial”. A insegurança das taxas de câmbio que surge no curso de uma tal concorrência entre moedas pode produzir efeitos negativos sobre o crescimento e o nível de emprego, ao menos fora da Europa. Países que amarram a sua moeda ao dólar norte-americano, como o Brasil, deverão provavelmente repensar as suas estratégias de estabilização. Talvez a vinculação a uma cesta de moedas com composição definida pelos volumes comerciais ofereça uma alternativa viável. Mas não se pode excluir que um euro forte “globalize” os problemas que a Europa tinha com o DM forte, pois nele, provavelmente, se associam novamente uma orientação no sentido de exportações líquidas e o *status* de uma moeda de reserva, confirmado e reforçado pela mobilidade dos capitais nos mercados financeiros.

# Anexo

## Os custos da inflação vistos pelo Bundesbank

Gráfico 1

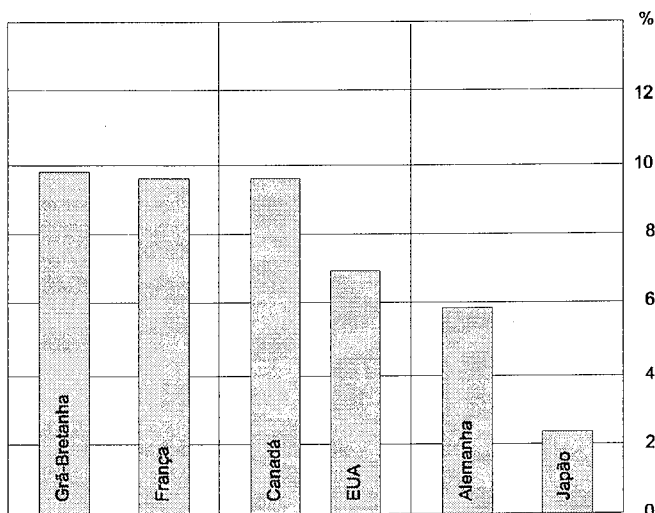
### Evolução dos preços e do desemprego em países seleccionados



FONTE: Deutsche Bundesbank 1995, p. 25.

NOTA. 1. O índice de aumento dos preços refere-se ao índice de preços do custo de vida, à sua variação média anual no período 1980-94.

2. Os dados da Alemanha são dos antigos estados da federação (antes da reunificação).

**Gráfico 2****Índice de desemprego — média do período 1980-1994**

FONTE: OCDE

NOTA: 1. Os dados da Alemanha são dos antigos estados da federação (antes da reunificação).  
2. O índice de desemprego é medido em percentual da População Economicamente Ativa, com índices padronizados, para a média do período 1980-94.

**Bibliografia**

ALESINA, Alberto, PEROTTI, Roberto (1996). Reducing budget deficits. **Swedish Economic Policy Review**, v.3, p. 113-34.

AMERICAN ECONOMIC REVIEW (1997). Nashville, TN, v.87, n.2, p.211-229.

- CURRIE, David (1997). **The pros and cons of EMU** (Report for the Economist Intelligence Unit). Londres: EIU.
- DE GRAUWE, Paul (1994). The economics of monetary integration. 2. ed. Oxford : Oxford University.
- DIE Geldpolitik der Bundesbank (1995). Frankfurt : Deutsche Bundesbank.
- ECONOMIC OUTLOOK (19—). Paris : OECD, várias edições.
- EICHENGREEN, Barry (1996). **Globalizing capital** : a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University.
- FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG (1997). n. 133, 12 jun.
- FREEMAN, Richard (1996). The limits of wage flexibility to curing unemployment. **Oxford Review of Economic Policy**, n.11, p.63-72.
- GOODHART, Charles (1996). European monetary integration. **European Economic Review**, n.40, p.1083-1090.
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (19—). Washington : International Monetary Fund, várias edições.
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1996). Washington : IMF, v.49, n.7.
- LINDBECK, Assar (1996). The west european employment problem. **Weltwirtschaftliches Archiv**, n. 132, p.609-637.
- MAIN ECONOMIC INDICATORS: historical statistics. (19—). Paris : OECD, vários anos.
- MONATSBERICHT DEUTSCHE BUNDESBANK (19—). Frankfurt, vários anos.
- OCHEL, Wolfgang (1997). Europäische Wirtschafts- und Währungsunion und Beschäftigung. **Ifo-Schnelldienst**, n. 15/97, p.9-23.
- OECD (1993). Its das Realzinsniveau 'hoch'? WIRTSCHAFTSAUSBLICK, jun.
- RELATÓRIO ANUAL BIZ (19—). Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, vários anos.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage /SVR. (19—). **Jahresgutachten**, vários anos.
- SWEDISH ECONOMIC POLICY REVIEW (1997). v.4, n.1.

- TRAUTWEIN, Hans-Michael (1996). Política econômica e o Bundesbank: o modelo sueco versus o modelo alemão. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.17, p.103-127.
- VON HAGEN, Jürgen (1997). Monetary policy and institutions in the EMU. **Swedish Economic Policy Review**, v.4, p.51-116.
- WYPLOSZ, Charles (1994). Demand and structural views of Europe's high unemployment trap. **Swedish Economic Policy Review**, v.1, p.75-107.