



**NOTAS ECONÓMICAS** **10**

**A MOEDA ÚNICA** NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

JUNHO '98 110052-0000/98/04 007-011

## Moeda única e internacionalização



**João Sousa Andrade** Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

A União Europeia tornou-se numa área económica que representa uma importância idêntica ou superior à economia dos Estados Unidos e do Japão. O Quadro I, em baixo, resume esta situação.

**Quadro I**

[1996]	População (milhões)	Rácio do PIB dos EUA	% de Comércio Mundial	% das Exp no PIB	Reservas Int. em Milhares de Milhões (\$)
EUA	236	100	19,6	8,2	49,1
Japão	125	63	10,5	9	172,4
UE-15	370	118	20,9	10,2	349,8

A primeira e última colunas referem-se a 1995. Quadro retirado de «Economic Policy in EMU, Part B, Specific Topics», *Economic Papers*, n. 125, November, 1997, p. 36.

Como podemos ver, para nenhum daqueles indicadores, a situação europeia é inferior à das duas outras economias.

As regras da política monetária, entretanto aceites na UE, apontam para a estabilização dos preços através do estabelecimento de alvos para a evolução da massa monetária e da evolução da inflação. Podemos ser levados a pensar que, entre o famoso dilema do equilíbrio interno e externo, a UE optou pelo primeiro. Mas se admitirmos que não será ignorado o que poderá acontecer à taxa de câmbio do euro, ficaremos numa situação próxima da Norte Americana, com uma prática de «negligência benigna» quanto à taxa de câmbio. Lembremos que o Art. 109 (§3 a 5) do Tratado é de leitura suficientemente complexa para permitir várias interpretações.

Pretendo, com as observações que se seguem, chamar a atenção, para o facto de a construção europeia, com o surgimento desta vasta área económica integrada, ter implicações importantes ao nível dos mercados financeiros e ao nível dos pagamentos internacionais.

Gostamos de marcos históricos e até mesmo de datas precisas no actual contexto de sobre valorização do presente. Por isso temos tendência para falar dos benefícios esperados com as mudanças de Janeiro de 1999, quando afinal esses benefícios fazem parte do caudal de mudanças que vivemos desde meados da década de oitenta na Europa, mas também no Mundo.

Alguns ainda ignoram que em vésperas da primeira guerra mundial o mundo vivia um período de liberdade de movimentos de capitais. Precisemos o sentido desta afirmação. O que era entendido por «mundo» vivia com plena liberdade de movimentos de capitais, os fluxos financeiros não eram restringidos, em detrimento de qualquer interesse de estabilização nacional que ofendesse a liberdade de exercício de direitos de propriedade privada.

Começemos por reflectir sobre os aspectos de natureza mais financeira e que podem ser encarados do ponto de vista do financiamento e propriamente dos mercados. O Quadro II, mais adaptado ao que poderá ser a realidade do euro, resume informação bastante interessante.

Os governos europeus aumentaram de forma constante os seus níveis de endividamento sobretudo depois da primeira crise do petróleo, 1973-74. No período subsequente a titularização da dívida acabou por se desenvolver mesmo nos países com menor independência do sistema bancário e do banco central. Este fenómeno de titularização em conjunto com a aceitação da ideia da independência dos bancos centrais e o apoio ao desenvolvimento de mercados



financeiros, foram importantes para o desenvolvimento de mercados da dívida pública na Europa. Os protocolos associados ao Tratado da UE, que estabeleceram os limites de 60% e 3% do PIB para a dívida e para o défice orçamental, contribuíram para dar uma ideia de segurança aos investidores em tais títulos. A estabilidade dos défices e a redução da inflação permitiu que o risco de taxa de juro diminuísse substancialmente.

A crescente mobilidade dos capitais, sobretudo desde o início da década de noventa, foi bastante incentivada pela eliminação das barreiras proteccionistas a estes movimentos. A mobilidade dos capitais permitiu que os países europeus começassem a fazer parte de um mercado mais vasto.

Mas apesar de tudo o que dissemos é natural que haja motivos para esperar uma intensificação em 1999 nas mudanças que se registam desde há alguns anos. E isto porque há resultados que são mais ou menos óbvios. Com uma só moeda as operações a contado terão um custo menor. O risco de câmbio, bastante presente nas operações a médio a longo prazo nos países europeus, irá desaparecer. Desta forma será o risco de crédito que dominará no futuro não só o custo do crédito como o preços das obrigações. Nesta evolução é natural que todos os mercados se tornem mais líquidos, e não apenas os que apresentem uma vocação mais europeia. O desenvolvimento de uma «cultura» de riscos cambiais, característica de um passado bem recente, passará a uma «cultura de risco de crédito». O que levará a investimentos importantes em informação e a privilegiar as instituições mais aptas a concentrarem e a digerirem essa informação.

Instituições que investem sobretudo em títulos, como os fundos de investimento e os fundos de pensões, alargarão mais facilmente a sua área geográfica de aplicações financeiras. A diversificação em termos de denominações monetárias nacionais acabará por dar origem a diversificação em termos de instrumentos financeiros na nova área do euro.

Onde a informação disseminada por múltiplas operações, agentes e mercados, seja menos importante, os mercados ficarão mais abertos à livre entrada e aí poderemos assistir a processos de fusões e aquisições importantes. Acreditamos que esse processo de concentração se faça menos por razões técnicas que por razões comerciais e propriamente financeiras.

Mas se podemos pensar no aprofundamento das tendências do passado nada nos pode garantir sobre o grau de intensidade desse desenvolvimento e por isso os prognósticos são ainda bastante especulativos. Não esqueçamos que os aspectos legais, e também fiscais, de emissão e detenção de activos financeiros, e de participações de capital, ainda criam diferenças substanciais de carácter nacional e não serão rapidamente uniformizados. Também não podemos esquecer que ainda em 1995 apenas 25% das emissões das empresas da EU se faziam no mercado internacional. O próprio alargamento dos mercados fará com que os devedores acabem também por mudar de atitude face aos seus fornecedores de capitais habituais. Isto poderá gerar um desenvolvimento muito desigual dos mercados. É mesmo de esperar que Londres, Paris, e Francoforte se desenvolvam muito mais que quaisquer outros mercados, embora de forma desigual. Os mercados nacionais deverão ficar reduzidos às empresas de mais baixa capitalização.

No caso dos produtos derivados, tendo Paris e Francoforte um maior peso de especialização em taxas de juro, a importância do mercado de Londres (London International Financial Futures Exchange, *LIFFE*) deverá aumentar. Parece-me óbvio que neste último caso os mercados emergentes deixarão de o ser...

**Quadro II**

(Final de 1995)	Estados Unidos	Japão	UE-11
População/milhões	236,3	125,2	286,1
GDP/mil milhões \$	7 254	5 114	6.804
Capital bolsista	6 858	3 667	2 119
Obrigações	11 007	5 326	6 993
— Públicas	6 712	3 450	3 910
— Privadas	4 295	1 876	3 084
Activos bancários	5 000	7 382	11 97
Ações+Obrig+A.B.	22 865	16 375	21 08
idem em % PIB	315	320	310

A. Prati & G. Schinasi, «What Impact Will EMU Have on European Securities Markets ?», *Finance & Development*, September, 1997, p. 48. UE-11: Austrália, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal e Espanha.

No que respeita à grande área de pagamentos que irá ser criada, a presença da nova moeda europeia obriga a que a evolução do sistema monetário internacional seja feita no sentido de um maior reforço da cooperação internacional, sob pena de fracassar. Ao mesmo tempo que irei chamar a atenção para a lição da «história» que aqui devemos lembrar insistirei também em algumas das razões dos maus resultados iniciais obtidos com o processo de integração monetária.

Na resenha histórica que vou fazer pretendo começar por chamar a atenção para os benefícios perdidos da situação que caracterizava a economia mundial em vésperas da primeira guerra mundial, para a situação de instabilidade monetária subsequente e para o que podemos esperar de uma nova ordem monetária internacional.

Esta reflexão começa assim por relembrar o que já acima disse, que em vésperas da primeira guerra mundial o «mundo» vivia um período de plena liberdade de movimentos de capitais. Nesta altura tínhamos um padrão monetário aceite: o padrão-ouro. O sistema monetário internacional era simétrico, ou pelo menos não era assimétrico como os que conhecemos depois deste. O predomínio do esterlino fazia com que existisse uma moeda numerário internacional. Liberdade de fluxos e moeda internacional, levavam a que tivéssemos um mercado financeiro mundial. O risco de taxa de câmbio não existia nesta situação, pelo que a integração era perfeita.

Os apressados em arranjar classificativos para a actual situação da economia mundial, se perdessem um pouco mais de tempo a estudar o passado, seriam mais comedidos em empregar expressões como «globalização» a torto e a direito, querendo com isso dar uma ideia de melhor conhecimento do presente. Se a expressão «globalização» é para aplicar, então ela deve ser aplicada àquele período e não ao actual, pelo menos em termos monetário-financeiros. Justamente, as características actuais impedem que se possa falar de «globalização» como existiu no início do século.

A Primeira Guerra destruiu todo o sistema de pagamentos internacionais. Como sabemos, a substituição do velho imperialista pelo novo foi feita com lentidão. E entre as duas Grandes Guerras assistimos a uma grande confusão monetária aliada a forte instabilidade. As economias nacionais fechavam-se, os fluxos financeiros internacionais restringiam-se.

Neste período de grande instabilidade, a Inglaterra e os Estados Unidos abandonam o padrão-



-ouro. A França manteve-se no padrão-ouro. Porquê falar neste episódio? É que ele encerra uma importante lição para todos nós. A estabilidade monetária era garantida no bloco-ouro, bloco que tinha como principal economia: a francesa. No outro bloco as desvalorizações sucediam-se. Ao nível global que acabávamos por ter? A deflação nos países do bloco-ouro. Naturalmente que a deflação arrastava as economias para a recessão, para a rápida redução do ritmo de actividade económica. E a deflação destruiu a estabilidade monetária. A lição a retirar é que um regime monetário não sobrevive quando uma parte importante de economias participantes praticam o que podemos designar por instabilidade monetária. A analogia é óbvia, a União Europeia, que pretende a estabilidade monetária, não a poderá ter se as outras economias, sobretudo os Estados Unidos, não a praticarem. Esta situação no sistema monetário internacional foi verdade no passado e é verdade no presente. Voltemos à evolução do sistema monetário internacional para percebermos o que entretanto aconteceu.

O sistema baseado no padrão-ouro acabou por morrer nos anos trinta e não mais foi restabelecido. Erro dos dirigentes políticos? Claro que não. A realidade económica tinha evoluído de forma que era impossível restabelecer tal padrão monetário. Por isso, ainda a Segunda Grande Guerra decorria e já as principais economias do lado aliado, em Bretton-Woods, procuravam reformar o sistema de pagamentos internacional. Passámos a dispor de um sistema de câmbios fixos que trouxe uma grande estabilidade à economia internacional, mas que era um sistema assimétrico. O sistema baseava-se no dólar e nas vicissitudes da economia e da política monetária norte-americana. Em 1971, tal como havia acontecido ao esterlino, o dólar deixou definitivamente de ser convertido em ouro, a pedido dos bancos emissores. A guerra do Kipour e o comportamento do Cartel dos países exportadores de petróleo foram acontecimentos que também levariam a ditar os acontecimentos subsequentes.

A inflação crescente, que vinha desde meados dos anos sessenta, agrava-se agora de sobremaneira. Mais nuns casos, menos noutros, mas por todo o lado as economias acabavam por desenvolver programas anti-inflacionistas para quebrar a natureza ascendente das variações dos preços. Nesta nova situação os câmbios não podiam deixar de ser flexíveis. Ao mesmo tempo que temos a grande diversidade de taxas de inflação, as economias avançam com a liberalização dos movimentos de capitais. A situação vivida não poderia ser outra que a que acabámos por conhecer: taxas de juro elevadas e instáveis, flutuações de taxas de câmbio e moedas que apesar de terem algum espaço de circulação internacional, como ele é tão diminuto, acabam por ser tão fracas que transferem para os agentes dos seus espaços nacionais pesadas taxas de juro.

O projecto europeu, bem cedo apontava para uma integração monetária. O pensamento tecnocrático não via outra situação que não a redução dos elevados custos de múltiplas moedas, com os subsequentes custos associados aos riscos de câmbio e de taxa de juro, através da passagem a uma única moeda. A estabilidade monetária na Europa, aliada à criação de um mercado único de bens e também financeiro, levaria à redução das taxas de juro e ao aumento do investimento que criaria emprego.

É neste caminho que nos encontramos hoje. Alguns fenómenos e acontecimentos vieram, no entanto, ensombrar este caminho de aparência tão linear. Em primeiro lugar o ciclo político das economias transformou os orçamentos de Estado em meio de assegurar reeleições. Como as despesas satisfazem todos, haverá que aumentar as despesas. Quanto às receitas, pois podem ficar para as gerações que se sucedem e dessa maneira não penalizarem eleitoralmente os governos que promovem os seus partidos. A consequência disto é sabida, os défices aumentaram e a dívida pública cresceu sem cessar. A estabilidade necessária ao projecto europeu obrigou a acordos de estabilidade conducentes a minimizar os défices e a reduzir a dívida pública. Esta última havia evoluído de forma a ser um potencial de instabilidade que apenas no passado parece ter preocupado os economistas. As pressões dos interesses financeiros fazem parecer normal o que pode ser explosivo do ponto de vista da estabilidade cambial e financeira. Se aliarmos o fenómeno do ciclo político da economia ao «efeito

Berlusconi» acabamos por ter a semelhança política dos projectos ideológicos e políticos dos partidos que têm hipóteses de formar governos. Mas tudo isto se destina a dizer que os programas de estabilização levaram a que uma função dos governos, através dos seus orçamentos, que era a da estabilização e assim de não permitir um forte crescimento do desemprego, deixasse de ser cumprida, com efeitos sobre a actividade económica e o desemprego que eram e são o contrário do que se esperava do projecto europeu.

Paralelamente acabámos por ter a reunificação alemã. Quando os gregos, espanhóis, irlandeses e portugueses têm de fazer esforços orçamentais excepcionais viram-se para Bruxelas. Os alemães quando precisaram fizeram-nos sozinhos. Mas como dizia um economista famoso, «a sociedade não é um piquenique». E acabaram todos por pagar esta ignorância do esforço alemão. O sistema monetário europeu é um sistema assimétrico assente no marco. As finanças públicas alemãs desequilibraram-se como nunca e o resultado não se fez esperar: as taxas de juro dispararam. Afinal pretendíamos taxas de juro mais baixas e tivemos taxas mais elevadas que os norte-americanos e os japoneses! Ignorámos o esforço alemão e pagámos em investimento e emprego essa ignorância egoísta. Em suma, o que racionalmente esperávamos não aconteceu. Mas pelo menos resta-nos a consolação de saber porque não aconteceu.

O próximo passo corresponderá a saber gerir a nova moeda: o euro. Os Estados Unidos e o Japão deverão cooperar com a União Europeia para que não aconteçam duas situações indesejáveis:

- que a defesa das paridades, para manter a competitividade das economias, não gere um fenómeno de instabilidade acrescida e caótica;
- que o isolamento europeu, na defesa da estabilidade interna do euro, não gere a deflação interna à Europa relativamente aos americanos e japoneses, porque essa seria a pior das situações para o projecto europeu.

Desta última hipótese já há pouco falei. Da primeira darei um exemplo. Se os norte-americanos aumentarem exageradamente a sua oferta interna de moeda, a taxa de câmbio do dólar diminuirá. Como os preços internacionais são fixados em dólares isso terá um efeito benéfico sobre os preços das importações na Europa. Mas a taxa de câmbio do euro será valorizada. Querendo manter a competitividade europeia haverá que provocar a desvalorização do euro, aumentando a oferta de moeda interna, provocando a inflação interna. Se os norte-americanos responderem à desvalorização do euro, o processo recomeçaria... No final, (seria quando este final?) mais inflação, desvalorizações cambiais, taxas de juro a subirem para cobrir a inflação e os riscos de inflação e de desvalorização. Esperemos que a experiência acumulada, a nível internacional, e que vem desde os acordos de Plaza e do Louvre se desenvolva e se evite aquela dinâmica.

Como apenas me referi aos aspectos de natureza monetária e financeira, gostava de falar de um outro aspecto que foge da esfera estrita dos problemas monetários. A integração monetária europeia e o seu sucesso também está dependente dos comportamentos quanto ao emprego. Se não aumentar a mobilidade dos trabalhadores, como era desejo da presidência luxemburguesa, os efeitos sobre o trabalho podem ser muito nefastos. Mas aumentar a mobilidade do factor trabalho exige alterações consideráveis no comportamento dos agentes europeus, políticas adequadas dos governos e transformações estruturais importantes. Para o compreendermos basta pensarmos como é encarado com facilidade por um trabalhador norte-americano mudar-se de *New Jersey* para *S. Francisco*, e como é tão doloroso e complicado um trabalhador mudar-se de *Coimbra* para *Leiria* ou *Lisboa*.

