

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

“ADOÇÃO DE CONVERGÊNCIA FISCAL EM ÁREAS MONETÁRIAS:
FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ANÁLISE EMPÍRICA”

Aluno: Márcio Guilherme B. da Silva

Matrícula 9714826

Orientador: Fernando Blanco

Junho de 2001

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

“ADOÇÃO DE CONVERGÊNCIA FISCAL EM ÁREAS MONETÁRIAS:
FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ANÁLISE EMPÍRICA”

Aluno: Márcio Guilherme B. da Silva

Matrícula 9714826

Orientador: Fernando Blanco

Junho de 2001

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realizá-lo a nenhuma ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor orientador.”

”As opiniões contidas neste trabalho são de responsabilidade única
e exclusiva do autor”

Dedico este trabalho ao meu pai e avós, sempre presentes nos momentos difíceis, e à minha querida Flavinha, não esquecendo porém de agradecer a Deus pela força e pela motivação.

“Quanto ao que viste do ferro misturado como barro de oleiro, misturar-se-ão pelo casamento, mas não se ligarão um ao outro, assim como o ferro não se mistura com o barro.” (Daniel II:LXIII)

ÍNDICE

I.	Introdução.....	5
II.	Marco Teórico.....	11
	II. 1. O Mercado de Bens.....	11
	II. 2. Os Mercados Financeiros.....	13
	II. 3. Interações Econômicas entre os Países.....	15
	II. 4. Condição de Paridade das Taxas de Juros.....	15
	II. 5. Políticas de estabilização em Economias Abertas.....	17
	II. 6. Políticas Fiscais em uma Economia Aberta de câmbio variável.....	18
	II. 7. Políticas Fiscais em uma Economia Aberta de câmbio fixo.....	22
	II. 8. Um modelo de dois países com interdependência macroeconômica sob uma taxa de câmbio flutuante.....	25
	II. 9. Políticas Fiscais, uma Análise Mais Aprofundada - Limitações do Modelo IS-LM e o Papel das Expectativas.....	28
III.	Integração Européia e Coordenação Fiscal.....	34
	III. 1. A “Serpente” Européia.....	34
	III. 2. História Cronológica da Serpente.....	39
	III. 3. O Sistema Monetário Europeu (SME).....	40
	III. 4. O Tratado de Maastricht.....	45
	III. 5. Critérios do Tratado de Maastricht.....	46
IV.	Coordenação Fiscal na EMU: Necessidade e Avaliação Teórica e Empírica...48	
	IV. 1. Benefícios e Custos da Coordenação Fiscal – Uma Análise dos Dados..57	
V.	Considerações Finais.....	61

VI. Referências Bibliográficas.....62

I. INTRODUÇÃO

O processo de integração mundial conhecido como globalização é o fenômeno mais evidente da modernidade, contando com mais de meio milênio de duração; evolução irreversível resultante dos descobrimentos e extraordinários avanços tecnológicos da humanidade a partir do período da Renascença. Podemos datar o mencionado fenômeno das “grandes navegações” de fins do século XV, quando portugueses e espanhóis lançaram-se “por mares nunca dantes navegados”, enquanto Copérnico e Galileu propunham uma teoria heliocêntrica que confirmava a redondeza da Terra e estendia os limites do Universo. Desde então, o processo tem avançado a passos de gigante, abrangendo todos os setores da vida humana, estando na economia seus efeitos mais flagrantes.

O processo de integração econômica é uma das facetas mais complexas disso que se costumou chamar globalização. Impulsionada pela Revolução Tecnológica iniciada na década de 70, a integração econômica do mundo tem se dado em múltiplos níveis. Países que outrora se degladiavam em guerras intermináveis (como a França e a Alemanha), hoje buscam consolidar acordos comerciais, uniões monetárias, zonas de livre comércio, etc. No entanto, por ser um processo de relativa novidade, a formação desses blocos econômicos, que se dá no bojo de um processo de integração econômica planetária capitaneada pelo setor financeiro; traz consigo novos desafios e

questionamentos. Mesmo a compreensão teórica dos fenômenos relativos a esse processo de integração só agora começa a ser formulada, o que contribui de uma certa forma para o sentimento de perplexidade perante os desdobramentos por vezes inesperados do mesmo.

O objetivo deste trabalho de pesquisa será, portanto, o de estudar com detalhe parte das implicações que a formação de blocos econômicos traz, não só para as economias nacionais que nela se engajam, mas também para a economia mundial como um todo. Tal assunto possui extrema atualidade e relevância, como veremos a seguir, pois a crença que se forma hoje é a de que blocos econômicos poderiam servir como “cordões de isolamento” para as economias signatárias do mesmo, gerando mais estabilidade nas transações comerciais internas ao bloco.

Um dos exemplos mais paradigmáticos dessa tendência é o processo de construção da EMU (European Monetary Unity). Vem tomando corpo, desde os primórdios da construção do arranjo diplomático que resultou na formação da União Européia, a crença de que um bloco econômico, nesses dias de globalização, só possuirá forças para enfrentar crises como a asiática se possuir coordenação de políticas fiscais, da qual um exemplo é o Tratado de Maastricht. Não importa se o bloco se caracteriza por uma Área de preferência tarifária (como a Preferência tarifária Regional da ALADI), uma Zona de Livre Comércio (como o NAFTA), uma União Aduaneira, um Mercado Comum (como era a CEE), ou uma União Econômica (hoje o caso da União Européia). O que se sabe hoje, e como analisaremos neste trabalho, é o profundo impacto que políticas fiscais irresponsáveis podem provocar no câmbio dos países onde as mesmas são levadas a cabo. Nenhum acordo comercial pode ter vida longa se o câmbio, mediador das relações comerciais entre os países, oscila de forma imprevisível e em grande variância. No caso, uma das grandes dificuldades enfrentadas pelo Mercosul

hoje se deve primordialmente à desvalorização cambial brasileira de 1999, já que, por exemplo a Argentina tem no Brasil seu principal parceiro comercial.

Neste trabalho procuraremos estudar não só a necessidade da coordenação fiscal para a “durabilidade” de acordos comerciais, mas também faremos uma análise de custos (perda de autonomia fiscal e impossibilidade de adoção de medidas econômicas “amortecedoras” de desemprego por exemplo) e benefícios na adoção dessas políticas. Assim sendo, segue-se a seguir a estrutura **geral que se procurará seguir no texto.**

No capítulo II, que se segue, analisaremos o arcabouço teórico relativo aos temas que serão abordados posteriormente. Modelos de macroeconomia aberta como os de Krugman e Obstefield¹, além da descrição dos efeitos de déficits econômicos no câmbio dos países² serão utilizados nesse sentido. Neste capítulo pretendemos, portanto, analisar de que forma a teoria explica a necessidade de estabilidade fiscal para que possa existir estabilidade cambial.

No Capítulo III procuraremos avançar um pouco mais, analisando de que forma se deu a Convergência fiscal na União Européia, quais os efeitos da mesma, bem como que dificuldades tiveram de ser solucionadas para o sucesso desse esforço. Procuraremos analisar os marcos históricos que culminaram no Tratado de Maastricht, suas implicações e determinações, além de suas justificativas teóricas e diplomáticas

No capítulo IV avaliaremos a necessidade (trazer mais estabilidade interna ao bloco), bem como os custos e os benefícios da implantação da convergência fiscal na Europa, tendo em vista a os impactos que a mesma gerou nas economias nacionais européias.

¹ Krugman, Paul R. e Obstefield, maurice; Economia Internacional, Teoria e Política; ed. Makron Books, 4ª edição.

² Mankiw, N. Gregory e Ball, Lawrence; “What do Budget Deficits do?”, Working Paper, 1995.

No Capítulo VI apresentaremos as conclusões e comentários finais do trabalho. .

II. MARCO TEÓRICO

O arcabouço teórico que busca explicar as conexões lógicas entre o déficit público, as oscilações no câmbio, e suas conseqüências, além de ser simples, virá a ser bastante útil neste trabalho, já que o principal objetivo do mesmo será demonstrar a necessidade de um esforço de coordenação de políticas fiscais para o sucesso de um bloco econômico³.

II. 1. O Mercado de Bens

Como hipótese inicial dos modelos que serão apresentados neste ‘marco teórico’, suponhamos que o equilíbrio no Mercado de Bens de uma Economia Aberta se dê quando o produto desta Economia em determinado período (Y_t) for igual à sua Demanda Agregada (Z_t)⁴. Suponhamos também que os componentes da Demanda Agregada possam ser descritos segundo a seguinte equação:

$$Z_t = C_t(Y_t - T) + I_t(Y_t, r_t) + G + NX_t(\varepsilon_t, Y_t, Y_t^*) \quad (1.1)$$

³ É bem sabido que existem diversas formas de integração econômica, que variam desde simples ‘Áreas de Preferência Tarifária’ (como no caso da Preferência Tarifária Regional da ALADI) até o conceito mais robusto de ‘União Econômica’, do qual a União Européia é o melhor exemplo. No entanto, para efeitos deste estudo, não importa o grau de integração regional representado pelo conceito de ‘bloco econômico’. Basta apenas reconhecer que, dentro desse conceito, cabe qualquer acordo diplomático que tenha por objetivo fixar tarifas alfandegárias, de forma a facilitar e estimular o comércio entre os países que compõem o ‘bloco’ em questão. Mais adiante serão explicitadas as razões que permitem tal ‘elasticidade’ conceitual sem prejuízo para as conclusões deste trabalho.

⁴ Está aqui implícita a hipótese de que nessa Economia o investimento em estoques por parte das empresas é zero.

onde:

- Z_t = Demanda Agregada no período t.
- $C_t (Y_t - T)$ = Consumo de bens e serviços por parte do setor privado, função positiva da renda disponível ($Y_t - T$), isto é, da renda menos os impostos (T).
- $I_t (Y_t, r_t)$ = Investimentos, que variam positivamente em função da renda nacional (Y_t), e negativamente em função da taxa de juros real (r_t).
- G = Gastos do Governo, componente exógena da Demanda.
- NX_t = Exportações líquidas, que variam positivamente em função da taxa de câmbio real (ε_t), e da renda internacional (Y_t^*), e negativamente em função da renda nacional (Y_t).

O equilíbrio do mercado de bens, quando definido segundo a igualdade $Y_t = Z_t$, gera o que os manuais de macroeconomia chamam de ‘relação IS’, que, apesar de trivial, leva a *insights* interessantes, conforme veremos ao final deste capítulo. A equação que representa a relação IS, corolário da condição de equilíbrio no mercado de bens apresentada acima, é:

$$S = I + NX^5 \quad (1.2)$$

onde

- S = poupança nacional total (pública ($T - G$) + privada ($Y - T$)).

A relação IS pode ser representada segundo o gráfico a seguir:

⁵ Chega-se da equação 1.1 à equação 1.2 da seguinte forma: A poupança privada é, por definição, a parte da renda disponível ($Y - T$) que não é alocada em consumo, isto é, $S = (Y - T) - C$. Como a condição de equilíbrio do mercado de bens determina que a produção tem de ser igual à demanda, isto é, $Y = C + I + G + NX$, subtraindo T de ambos os lados da equação de equilíbrio, e passando o consumo para o lado esquerdo da mesma, obteremos $Y - T - C = I + G + NX - T$. O lado esquerdo da equação é exatamente nossa definição de poupança privada. Se incluirmos

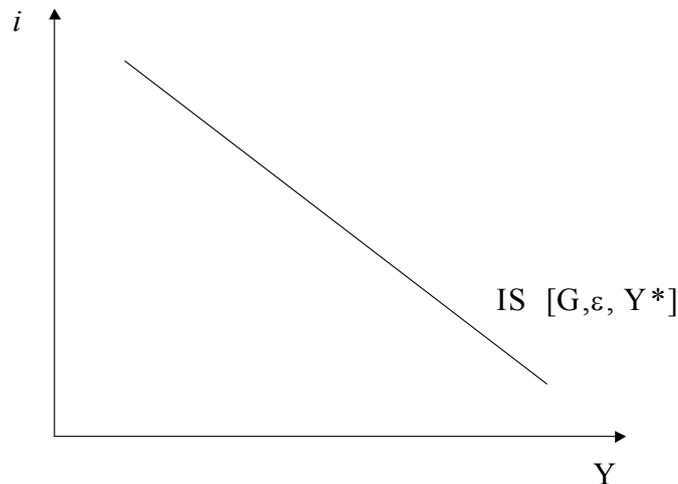


Figura (1.1)

Uma variação positiva na taxa de câmbio real – isto é, uma depreciação real –, um aumento nos gastos do governo, ou um aumento na renda do resto dos países do mundo (Y^*), provocará um aumento na demanda por bens domésticos. Assim, no equilíbrio, o produto, dadas todas as outras variáveis, será maior. Tal efeito será então representado por um deslocamento da curva IS para a direita. Efeitos contrários (uma contração nos gastos do governo, uma apreciação cambial, ou uma diminuição na renda internacional), *ceteris paribus*, deslocarão a curva IS para a esquerda.

II. 2. Os Mercados Financeiros

Na mesma linha do que foi definido para a relação de equilíbrio do Mercado de Bens, suponha-se que os Mercados Financeiros em economias abertas também tenham sua relação de equilíbrio determinada de acordo como modelo IS-LM, mais precisamente, de acordo com a relação LM, isto é:

$G - T$, isto é, a poupança do governo, “dentro” da variável “S”, a mesma passará a representar a poupança total do

$$M/P_t = Y_t * L(i) \quad (1.3)$$

onde:

- M_t = Oferta nominal de moeda (variável exógena no nosso modelo, determinada pelo Banco Central).
- Y_t = Produto real.
- $L(i)$ = Função que determina o custo de oportunidade de se reter moeda, representado pela taxa de juros livre de risco, isto é, a taxa de juros dos títulos de dívida pública (i)

A relação LM pode ser apresentada através do gráfico a seguir:

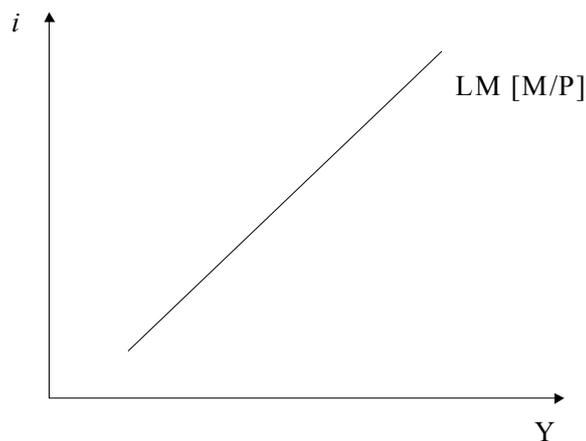


Figura (1.2)

Vale ressaltar que a relação LM está assentada no pressuposto de que as famílias precisam escolher, no dia-a-dia de suas decisões econômicas, reter moeda corrente (que não rende juros), ou investir sua renda em títulos remunerados pela taxa de juros (como fundos de renda fixa, por exemplo) que, no entanto, não possuem liquidez imediata. Para tanto, o equilíbrio entre a Oferta e a Demanda por liquidez será obtido através da oscilação dos juros.

II. 3. Interações Econômicas entre os Países

Até aqui foram colocadas as bases do modelo IS-LM simples, instrumental analítico que tem por objetivo avaliar as conseqüências internas provocadas pela mudança na política econômica dos países. No entanto, como o objetivo deste trabalho é examinar os efeitos da coordenação fiscal entre os países, e como, para tanto, é importante observar os efeitos internos e externos de arranjos de política fiscal, se faz necessária uma ampliação do escopo de nosso modelo, para que a dinâmica das interações econômicas entre os países seja contemplada.

II. 4. Condição de Paridade das Taxas de Juros

Seguindo o propósito de ampliar o escopo de nossa análise, em primeiro lugar se faz necessário estender um pouco o conceito de relação LM. Suponhamos que as Economias de nosso modelo sejam abertas, e que, portanto, permitam o livre trânsito de capitais através de suas fronteiras. Partindo desse pressuposto, como será possível para indivíduos residentes no país local comprar títulos tanto de procedência doméstica quanto de procedência estrangeira, a demanda por moeda deverá então depender das taxas de retorno esperadas tanto dos títulos de dívidas domésticos como dos títulos de dívida estrangeiros. Devido aos mecanismos de arbitragem, presentes em qualquer cenário de mercado livre dentro do qual atuem agentes racionais, chega-se à conclusão de que nessa Economia funcionará a *condição de paridade não-coberta dos juros*, ou simplesmente *condição de paridade dos juros*, representada pela equação (1.4):

$$i_t = i_t^* + \hat{E}^e \quad (1.4)$$

onde:

- i_t^* = taxa de juros sem risco (internacional)
- \hat{E}^e = variação esperada no câmbio nominal; $(E^e - E_t)/E_t$

A partir dessa *condição de paridade dos juros*, deduz-se a existência de uma relação inversa entre a taxa de juros doméstica e o câmbio nominal, que pode ser melhor apreendida através de uma ligeira manipulação algébrica da *condição de paridade dos juros*, isto é:

$$E_t = E^e / (1 + i_t - i_t^*) \quad (1.5)$$

O que a equação (1.5) diz é que um aumento na taxa de juros doméstica provocará a diminuição da taxa de câmbio nominal, e, portanto, uma apreciação cambial. Da mesma forma, uma redução nos juros domésticos provocará uma depreciação cambial (isto é, um aumento da taxa de câmbio nominal).

Graficamente, essa relação pode ser descrita segundo a figura (xx):

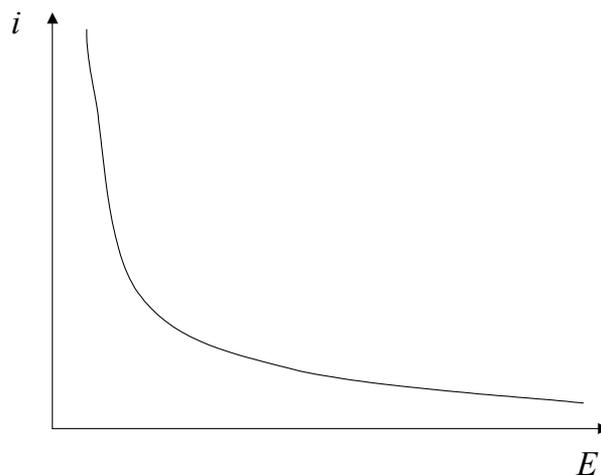


Figura (1.3)

Deve-se atentar, no entanto, para os casos onde o Banco Central mantém as taxas de câmbio fixas⁶. Nesses casos, se a política monetária assim definida for crível, isto é, se os agentes econômicos não anteciparem nenhum tipo de mudança na política econômica, \hat{E}^e será 0, e o equilíbrio do mercado cambial se dará com $i^* = i_t$. Voltaremos a essa afirmação no fim deste marco teórico, quando analisaremos cenários onde a expectativa de desvalorização dos mercados será diferente de zero, isto é, quando houver iminência de ataques especulativos.

Se nenhuma mudança na taxa de câmbio é esperada pelos participantes do mercado de câmbio, eles então se dispõem a manter em seus portfólios a proporção de depósitos de moeda doméstica e estrangeira apenas se estes oferecerem a mesma taxa de juros como remuneração.

Dessa forma, para assegurar o equilíbrio no mercado de câmbio quando a taxa está permanentemente fixa, o Banco Central deve manter $i_t = i^*$. Como a taxa de juros doméstica é determinada pela interação entre a demanda e a oferta de moeda real, a relação LM indicará qual é o nível de encaixes reais necessário para que i_t seja igual a i^* , o que o Banco Central pode determinar administrando M_t ⁷.

II. 5. Políticas de estabilização em Economias Abertas

Governos possuem a alternativa de amenizar os efeitos de flutuações econômicas exageradas através de instrumentos de política monetária e fiscal. Ambos afetam o produto e o câmbio no curto prazo. Seguindo o propósito deste trabalho, daremos

⁶ Não se pode esquecer que o principal esforço prático de coordenação fiscal se dá no âmbito da União Européia, que funciona sob um acordo de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis entre os membros da EMU, mas com permissão para que essas moedas fltuem em valor em relação às moedas dos países não-signatários da EMU.

⁷ Deve-se atentar para o fato de que, no mundo real, os investidores percebem que cada Economias que atrelam o valor de suas moedas a outras mais estáveis possuem uma avaliação de risco de *default* que obriga os governos a pagarem mais do que os juros internacionais para atrair capitais externos. Tal constatação na afeta a presente análise, onde consideramos o risco de *default* como zero, ao menos por hora.

atenção apenas aos efeitos de políticas fiscais, tanto em economias com câmbio variável, como em economias que trabalhem com câmbio fixo.

Políticas fiscais podem ser de natureza expansionista (aumento dos gastos públicos, diminuição do imposto de renda, etc.) ou de natureza contracionista (diminuição dos gastos do governo, etc.). Existem diversas formas de se demonstrar o encadeamento lógico que determina as conseqüências provocadas por mudanças na política fiscal. Trabalharemos aqui com as conclusões que podem ser inferidas a partir do instrumental analítico proporcionado pelo modelo IS-LM, já desenvolvido acima, descrevendo como se dão na prática os efeitos que podem ser observados nos gráficos e nas equações do mesmo.

II. 6. Políticas Fiscais em uma Economia Aberta de câmbio variável

Suponhamos que as autoridades econômicas de um país de câmbio flutuante, aberto ao comércio e ao livre trânsito de capitais internacionais, resolvam pôr em prática políticas fiscais expansionistas (aumentos nos gastos do Governo, por exemplo).

Se considerarmos que a Demanda Agregada dessa economia possui o mesmo formato da equação (xx), e que as variáveis da mesma se comportam de acordo com o modelo IS-LM previamente especificado, teremos então um deslocamento da curva IS para a direita, já que a mesma é traçada dados $[G, \varepsilon, Y^*]$, sendo G os gastos do Governo, como dito anteriormente. Assim, considerando a *condição de paridade não-coberta da taxa de juros* como válida (já que há livre trânsito de capitais por sobre a fronteira de nosso país hipotético), bem como a condição inicial de equilíbrio na conta-corrente (isto é, $NX=0$), a expansão fiscal provocará os efeitos abaixo:

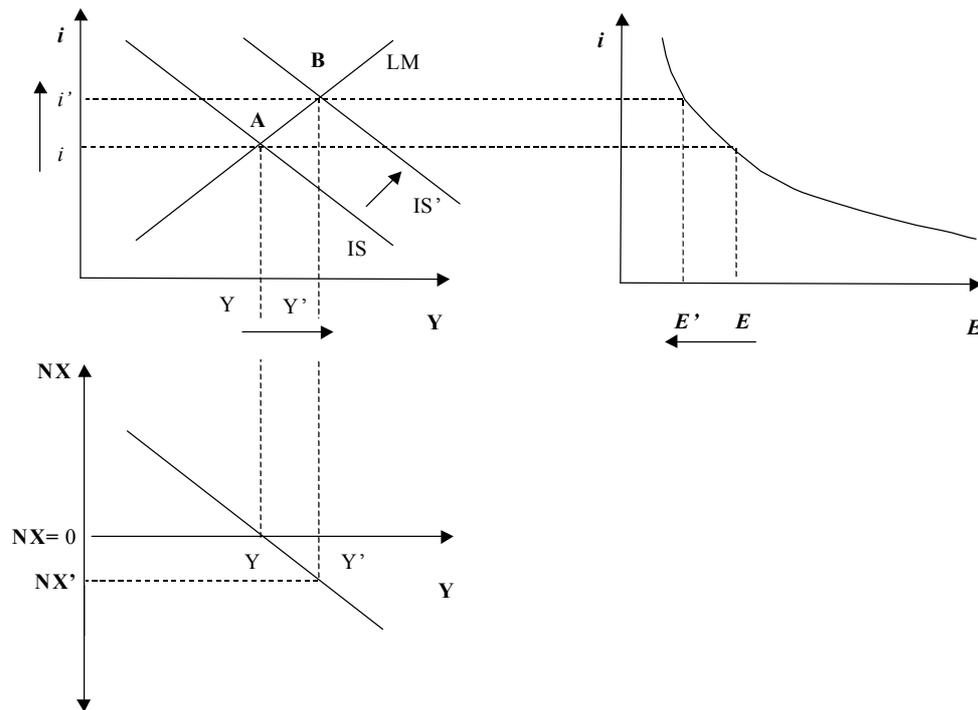


Figura (1.4)

Os gráficos acima mostram que uma política fiscal expansionista gerará um aumento no produto no curto prazo, além de um aumento nos juros e uma apreciação cambial, o que prejudicará a balança comercial (juntamente com o aumento no produto, que aumenta as importações sem necessariamente gerar um aumento recíproco nas exportações), diminuindo as exportações líquidas.

Com o aumento dos gastos públicos, haverá um aumento na Demanda Agregada, exercendo pressão sobre a oferta de moeda (mais transações sendo efetuadas), o que acarretará um aumento nos juros, já que M_t é fixo. Outra forma de enxergar esse aumento nos juros é através da diminuição da oferta de crédito, gerada pela queda na poupança, por sua vez conseqüência do aumento nos gastos governamentais. Com menos recursos disponíveis para empréstimos, a taxa de juros (o “preço” dos empréstimos) tende a subir.

Com a elevação dos juros internos, os ativos nacionais passam a ser mais atraentes para investidores externos. O aumento na demanda por ativos domésticos afeta então o mercado de moeda nacional: se um investidor deseja comprar ativos nacionais, precisa, antes de mais nada, trocar sua moeda estrangeira por moeda local. Assim, um aumento na taxa de juros da economia doméstica gera um aumento na demanda por moeda doméstica e, por conseguinte, aprecia o câmbio nominal (queda em E).

Com apreciação do câmbio nominal, ocorrerá uma queda nas exportações líquidas, já que parte da demanda por bens domésticos será deslocada para bens estrangeiros, devido à elevação dos preços domésticos em relação aos preços estrangeiros provocada pela apreciação, isto é, pela queda no valor de E . Além disso, o aumento no produto também elevará a quantidade de importações dessa economia, piorando ainda mais o saldo da balança comercial.

Tais conclusões podem ser também observadas a partir de manipulações algébricas efetuadas na condição de equilíbrio do mercado de bens. Partindo de (1.1), e efetuando essas manipulações, chegamos a $S = I + NX$, conforme observado anteriormente. Este resultado gera as mesmas conclusões que pudemos observar nos gráficos: com um aumento dos gastos públicos, a poupança nacional total (S) cai, o que leva também a uma queda na soma $I + NX$. Isso quer dizer que, quando déficits fiscais reduzem a poupança interna (que é a soma das poupanças pública e privada), também reduzem os investimentos, as exportações líquidas, ou os dois ao mesmo tempo.

Na medida em que o déficit fiscal diminui o volume de exportações líquidas, outro efeito ocorre imediatamente: há um fluxo de ativos para fora das fronteiras da economia em questão. Tal fato ocorre devido à igualdade dos saldos da conta corrente e da conta de capital. Quando um país importa mais bens e serviços do que exporta, tem de abrir mão de ativos para compensar esse déficit comercial (pois, obviamente, nada é de

graça). Daí podemos concluir que, quando um país se torna importador líquido de bens, automaticamente se torna então também um exportador líquido de ativos. O aumento da procura por moeda nacional gerará então uma apreciação no câmbio nominal, isto é, uma queda no valor de E , o mesmo resultado que podemos observar através dos gráficos.

No caso de uma contração fiscal os efeitos serão análogos, apenas em sentido contrário, como se pode observar nos gráficos a seguir:

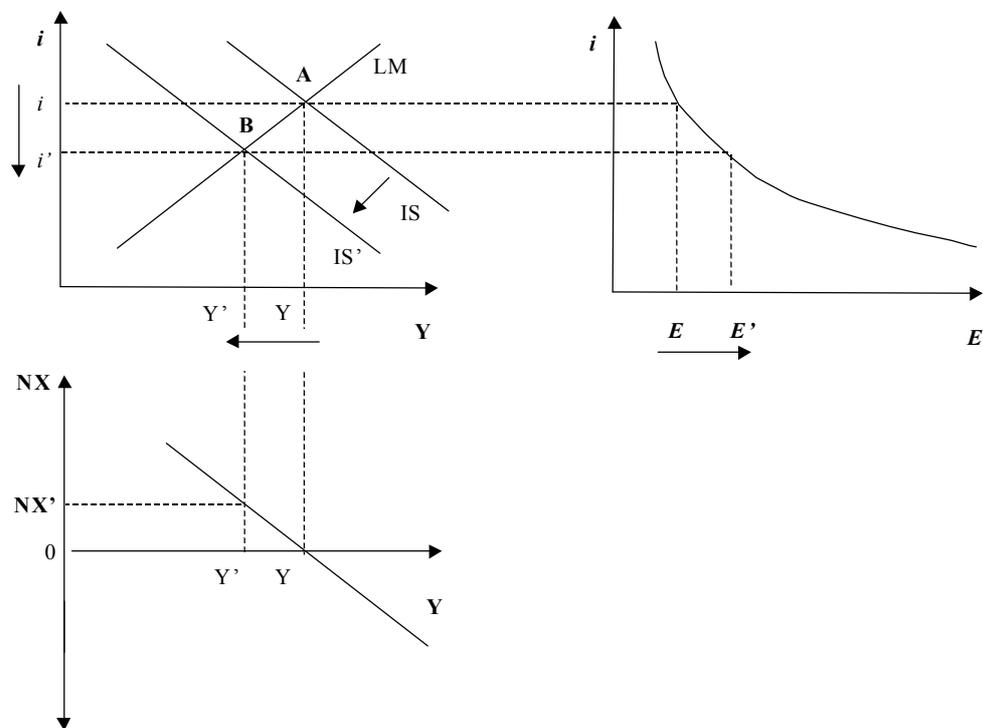


Figura (1.5)

Uma contração fiscal gerará, portanto, no curto prazo, uma queda nos juros, além de uma depreciação cambial, uma queda no produto, e um superávit comercial, levando-se em consideração uma condição inicial de equilíbrio, isto é, tal que $NX = 0$. Vale ressaltar, novamente, que esses efeitos se dão no curto prazo.

II. 7. Políticas Fiscais em uma Economia Aberta de câmbio fixo

Os efeitos de políticas fiscais em economias que adotam o regime de câmbio fixo são bem diferentes dos efeitos que se observam em economias que adotam o regime de câmbio flutuante. Como já pudemos observar, o atrelamento do câmbio a uma outra moeda traz consigo o fim das prerrogativas de política monetária independente para as autoridades econômicas do país que abraça tal regime.

Vejamos, em primeiro lugar, os efeitos que uma política fiscal expansionista traz para uma economia nos moldes dos exemplos anteriores, com a única diferença de que agora o regime é de câmbio fixo. Graficamente, com um aumento em G , teremos:

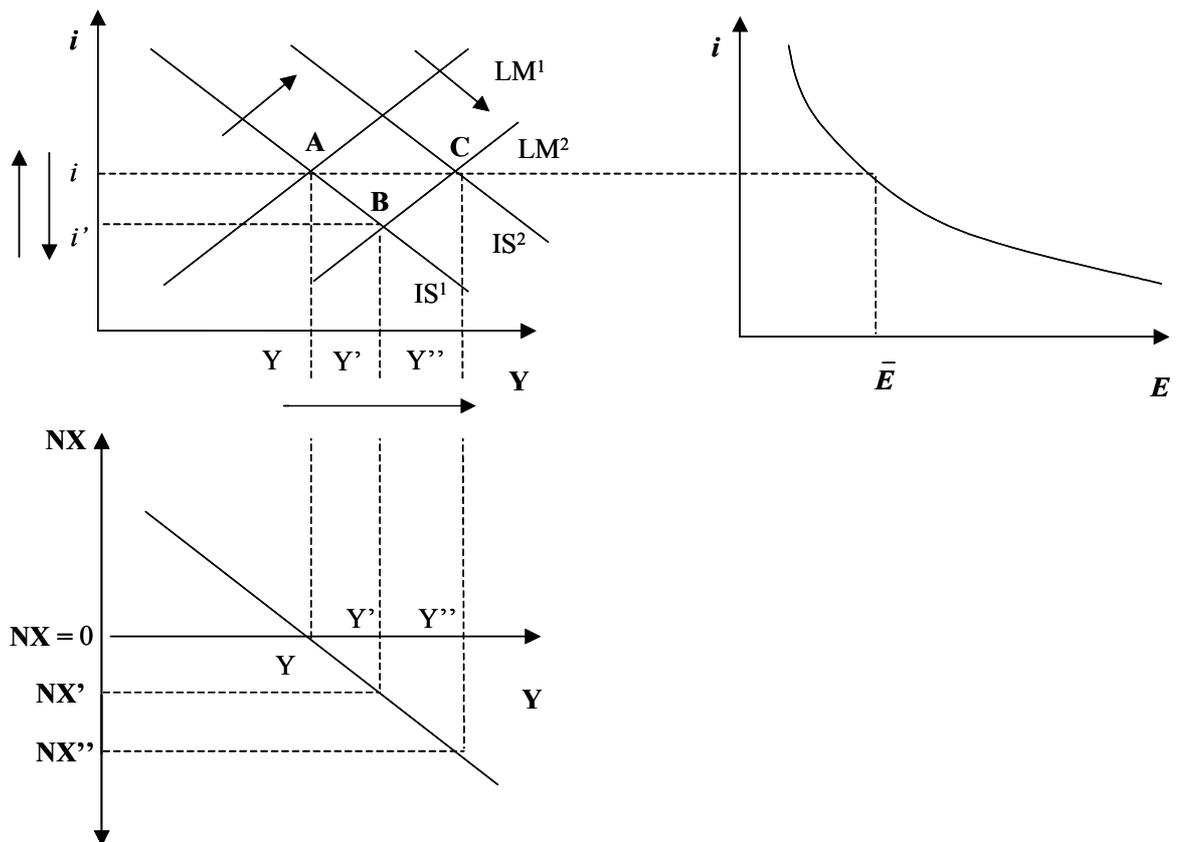


Figura (1.6)

Com o aumento nos gastos públicos, ocorrerá um aumento na demanda por moeda. Em uma economia fechada, o Banco Central poderia deixar o estoque de moeda inalterado, o que provocaria o aumento da taxa de juros de equilíbrio. O mesmo é

verdadeiro para uma economia aberta sob taxas de câmbio flexíveis: nesse caso, o resultado será o aumento da taxa de juros e uma apreciação cambial, como inclusive já foi observado no primeiro exercício de estática comparativa deste trabalho. No entanto, como agora existe o compromisso de manter fixa a taxa de câmbio, o Banco Central não pode mais deixar o estoque de moeda inalterado. Para evitar que a taxa de juros doméstica aumente mais que a taxa de juros estrangeira, ele terá de aumentar a oferta de moeda de acordo com o aumento da demanda, para que a taxa de juros não se altere e permaneça sendo i^* . Dado o nível de preços fixo P_t , pois o modelo IS-LM concentra o escopo da análise num cenário de curto prazo onde os preços são fixos, o estoque nominal de moeda M tem de se ajustar para que a relação LM continue a prevalecer, tendo ela o seguinte formato neste caso específico:

$$M/P_t = Y_t L(i^*) \quad (1.6)$$

Dito de modo mais rigoroso: sob taxas de câmbio fixas, o banco central abre mão da política monetária como um instrumento de política macroeconômica independente. Fixar taxas de câmbio implica equalização das taxas de juros doméstica e estrangeira⁸. E a oferta de moeda tem de se ajustar para manter tal nível da taxa de juros.

O que foi dito acima é facilmente verificável através dos gráficos do modelo IS-LM. Com o aumento nos gastos do governo, há um deslocamento da curva IS para a direita. Se M permanecesse inalterado, o deslocamento geraria um novo ponto de equilíbrio, o ponto B, com o aumento do produto de Y para Y' , o aumento dos juros e com uma diminuição do câmbio nominal (uma apreciação cambial) provocando um déficit comercial. No entanto, como o câmbio é fixo, o banco central não pode deixar a taxa de câmbio diminuir. Assim, para acomodar as alterações descritas, o banco central terá de aumentar a oferta de moeda, deslocando a curva LM para a direita, de modo que

a taxa de juros e a taxa de câmbio não se alterem. Por isso, o produto aumenta mais do que se não houvesse câmbio fixo: não há *crowding out* provocado pelo aumento dos juros. Sob taxas de câmbio fixas a política fiscal é mais poderosa do que sob taxas de câmbio flexíveis, pois nesse caso a política fiscal pressupõe acomodação monetária. No entanto, um resultado que será importante para os propósitos desta pesquisa é o fato de que políticas fiscais expansionistas num cenário de câmbio fixo geram um déficit em transações correntes muito maior do que se fossem adotadas num cenário de câmbio flutuante. Como veremos, tais déficits podem se tornar insustentáveis como passar do tempo, pressionando o governo a modificar sua política cambial.

A questão que deve ser colocada, neste momento, é a seguinte: porque países que possuem regime de câmbio fixo e enfrentam altas taxas de crescimento do desemprego não fazem política fiscal para resolver tais problemas? Como vimos, sob regimes de câmbio fixo, a política fiscal será altamente eficaz, produzindo efeitos maiores no curto prazo do que se o regime adotado fosse o câmbio flutuante. Então, porque tal solução não é logo adotada para resolver o problema do desemprego em países como a Argentina, por exemplo?

A resposta não é trivial, e não pode ser respondida se ficarmos presos ao instrumental do Modelo IS-LM “puro”: devemos analisar as perspectivas de longo prazo, bem como notar a importância das expectativas nos mercados, responsáveis por restringir muitas vezes comportamentos mais “extravagantes” das autoridades econômicas que agem num mundo com ampla liberdade de capitais. Deixaremos para o final do capítulo os esclarecimentos concernentes às limitações do instrumental IS-LM para análises que levem em consideração dinâmicas de longo prazo, com preços flexíveis, bem como do papel das expectativas na arbitragem dos mercados de moeda.

⁸ Equalização se considerarmos a taxa de risco do país nula, como já observado anteriormente.

Antes disso, introduziremos um modelo ainda baseado nas conclusões do modelo IS-LM, que nos será válido em algumas das conclusões do capítulo III, mas que também sofre de limitações ao não levar em consideração o papel das expectativas na arbitragem dos mercados.

II. 8. Um modelo de dois países com interdependência macroeconômica sob uma taxa de câmbio flutuante

Será útil para nossos propósitos analisar aqui um modelo que procura ilustrar como se dão transferências de políticas macroeconômicas entre países ligados por taxas de câmbio flutuantes. Até aqui avaliamos os efeitos internos de políticas fiscais em economias abertas, agora procuraremos avaliar como essas políticas impactam países vizinhos.

Consideremos, portanto, um modelo que suponha uma economia com dois países apenas, o país Local e o país Estrangeiro. Mantendo a suposição que fizemos anteriormente, digamos que o equilíbrio do mercado de bens dessa economia se dê quando a oferta agregada se iguala à demanda agregada, isto é, quando:

$$Y = C(Y-T) + I + G + NX(EP^*/P, Y-T, Y^*-T^*) \quad (1.7)$$

Seguindo esta linha de raciocínio, digamos que o equilíbrio do mercado de bens seja alcançado quando sua oferta e sua demanda se igualam, isto é, quando a condição abaixo é obedecida:

$$Y^* = C^*(Y^*-T^*) + I^* + G^* - (P/EP^*) \times NX(EP^*/P, Y-T, Y^*-T^*) \quad (1.8)$$

Assumindo temporariamente que a taxa de câmbio real é constante em um nível dado, a figura abaixo mostra como os níveis de produção nas referidas economias são determinados:

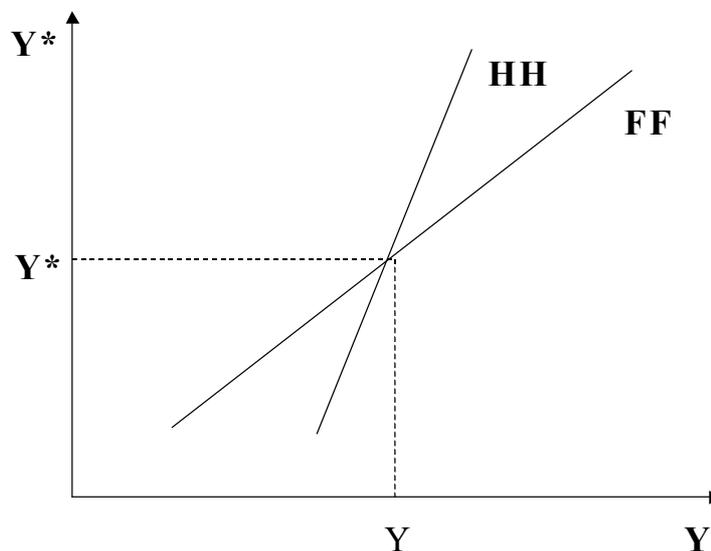


Figura (1.7)

A curva HH, que representa os pontos onde há equilíbrio no mercado de bens do país Local, possui uma inclinação maior do que a curva FF porque um aumento na produção do país Local geraria um aumento na renda que não seria de todo direcionado a consumo de produtos estrangeiros (uma parte da renda seria direcionada para produtos domésticos, outra para poupança, por exemplo). Ocorre o mesmo com a curva FF.

Suponhamos agora, como exercício de estática comparativa, que o país Local decida executar políticas fiscais expansionistas. Como vimos, uma expansão fiscal leva à uma queda em E , isto é, a uma apreciação do câmbio. Com isso, os produtos estrangeiros se tornam relativamente mais baratos, é portanto parte da demanda mundial é para eles deslocada. A expansão fiscal do país Local leva a um crescimento do produto interno Local no curto prazo, deslocando a curva HH para a direita. Como a demanda por produtos estrangeiros cresceu para todos os níveis das outras variáveis, a curva FF também se desloca para a direita, tendo, como resultado, um aumento na

produção tanto do país local, como do país estrangeiro, o que se pode ver na figura (1.8):

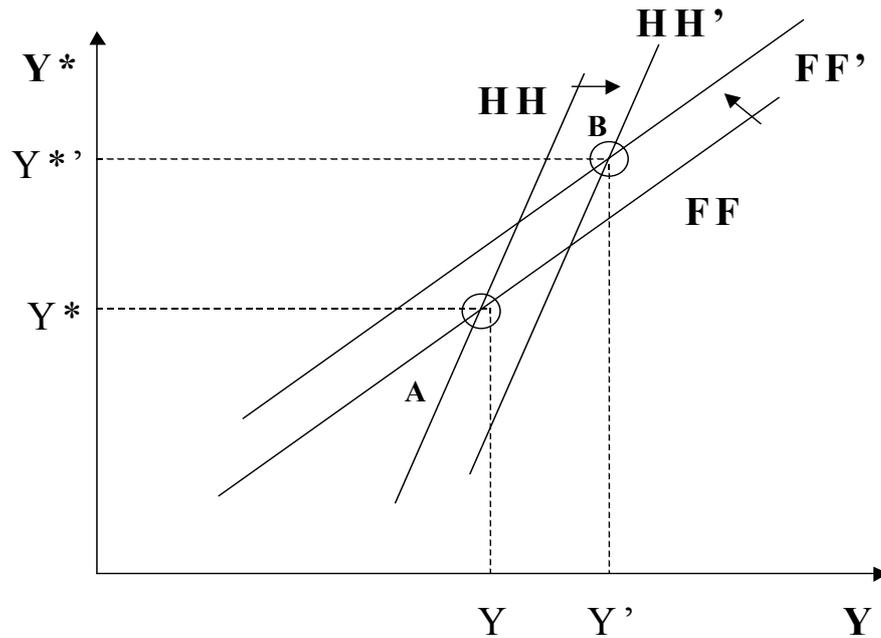


Figura (1.8)

Efeitos análogos, no sentido inverso, se dão para políticas fiscais contracionistas: diminuindo os gastos do governo, cai também a demanda agregada interna, o que leva a um produto de equilíbrio menor. Com um produto local menor e com juros menores (deslocamento da curva IS para a esquerda), o câmbio será depreciado, deslocando parte da demanda mundial para os produtos domésticos. Com isso, a produção estrangeira cairá, tudo o mais constante. Teremos, no gráfico, um deslocamento da curva HH para a esquerda e da curva FF para baixo. Como mostra a figura:

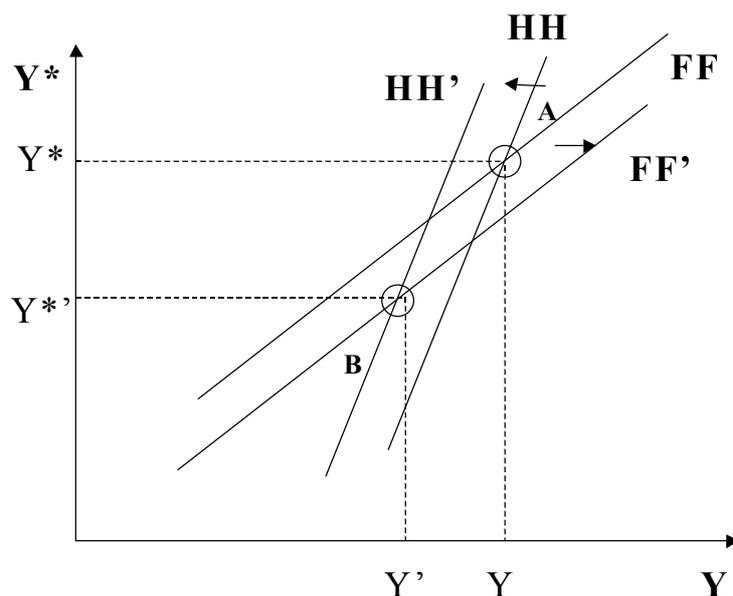


Figura (1.9)

II. 9. Políticas Fiscais, uma Análise Mais Aprofundada – Limitações do Modelo IS-LM e o Papel das Expectativas

Nos modelos até agora desenvolvidos, pouco foi dito a respeito das limitações do Modelo IS-LM para explicar os problemas de ajuste que uma Economia de câmbio fixo tem de enfrentar. Foi colocado que paridades fixas engessam a autonomia da política monetária do Banco Central, tornando o país que adota tal regime um “importador” de inflação do país que serve de parâmetro para o câmbio (como o foi a Alemanha durante o SEM, por exemplo⁹). O mais importante a se ressaltar aqui é o fato de que mercados monetários funcionam assentados em expectativas, e que, em última instância, as mesmas podem acabar determinando os rumos da política econômica dos governos. E são essas mesmas expectativas que impossibilitam comportamentos fiscaismente

irresponsáveis por parte de governos que funcionem sob a vigência de uma estratégia de câmbio fixo.

Conforme políticas fiscais expansionistas são adotadas, o governo precisará financiar essas políticas de alguma forma. Se recorrer ao mercado de títulos, precisará barganhar com os agentes as taxas de juros que serão pagas em cima do montante arrecadado. Se tal fato ocorrer num cenário de câmbio fixo, e houver a percepção por parte dos agentes de que os déficits na conta corrente provocados pelas sucessivas expansões fiscais (lembrar que $S = I + NX$) estão se avolumando rapidamente e que, portanto, possuem alto risco de *default*, haverá uma migração para ativos estrangeiros que poderá forçar uma desvalorização futura. A restrição cambial impõe como solução para déficits nas contas correntes apenas aumentos de produtividade na indústria, por um lado, ou recessão, por outro, pois uma recessão poderia então gerar uma deflação que corrigiria o câmbio real mesmo com a taxa de câmbio nominal fixa (além de diminuir a demanda por importações, que é função da renda nacional).

Ao perceber que os déficits nas transações correntes estão se avolumando, o mercado pode entender que as políticas fiscais do governo estão se comportando de forma inconsistente com a meta de câmbio fixo. Tal percepção força o governo a então oferecer taxas de juros mais altas para o mercado, se o propósito do mesmo é defender o câmbio. Tal desdobramento pode ser observado de forma direta através da *condição de paridade não-coberta de juros*, isto é:

$$i_t = i_t^* + \hat{E}^e \quad (1.10)$$

Isso acontecerá porque neste caso E^e será positiva, mesmo se o risco do país for zero, como assumido anteriormente. Podemos observar essa relação no gráfico abaixo:

⁹ Ver capítulo III.

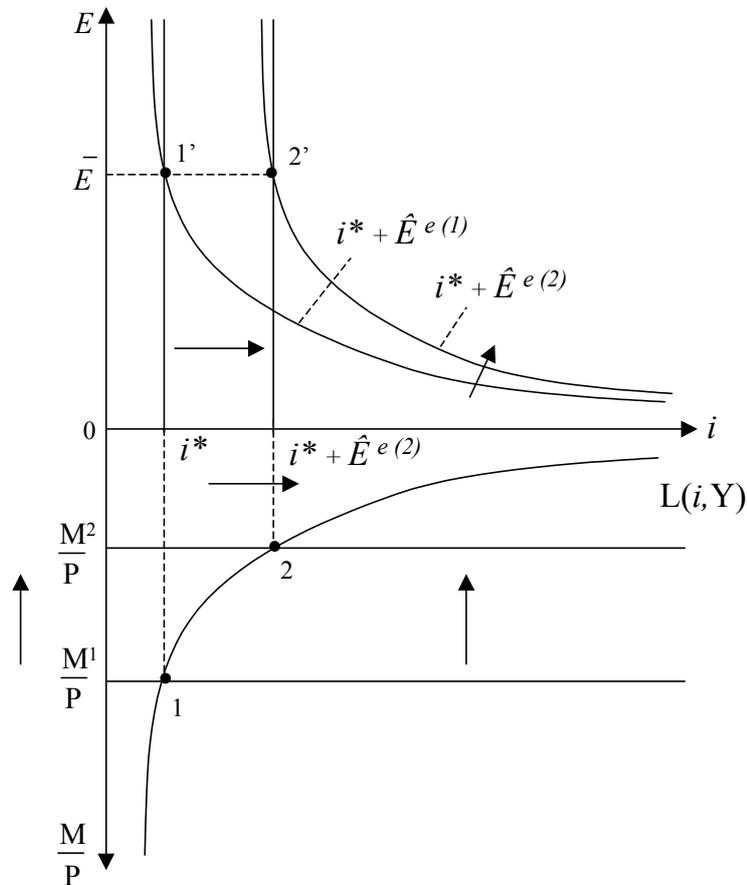


Figura (1.10)

Como podemos observar no gráfico, para manter a taxa de câmbio fixa após o mercado decidir que ela será desvalorizada, o banco central deverá usar suas reservas para financiar o fluxo de saída de capital privado (o que diminuirá os encaixes reais da economia para M/P^2). Assim, a taxa de juros passará então a oferecer um prêmio para o risco de desvalorização percebido pelo mercado.

Dessa forma, como pudemos observar, a expectativa de uma desvalorização futura (gerada pelos insistentes déficits na conta corrente causados pelas sucessivas expansões fiscais) causará uma crise no balanço de pagamentos marcada por uma grande queda nas reservas e um aumento na taxa de juros doméstica acima da taxa de juro mundial, mesmo se o mercado considerar nulo o risco de *default* do país em questão. A fuga de

capital necessita de uma ação específica do governo quando o temor de desvalorização surge, porque as reservas do banco central geralmente não são muito altas. Pressionando as reservas ainda mais para baixo, a fuga de capital pode forçar o Banco Central a desvalorizar a moeda em breve e em um montante muito maior do que o desejado (processo conhecido como overshooting). Dessa forma, déficits fiscais são inconsistentes com metas de câmbio fixo, pois o governo pode ter um custo muito alto para defender o câmbio de ataques especulativos que se originem na percepção de que os fundamentos da economia estão inconsistentes com o câmbio (os juros altos paralisam a atividade econômica, gerando desemprego e insatisfação social).

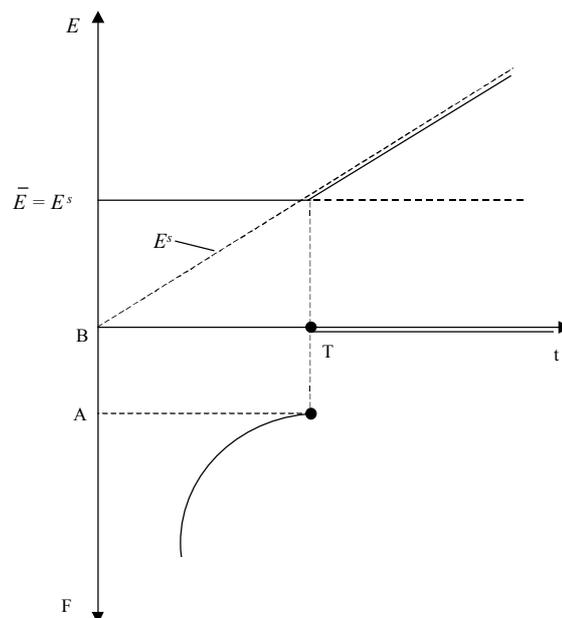
Essas conclusões levam à noção de que é preciso disciplina fiscal para que economias de câmbio fixo permaneçam defendendo esse regime. Uma forma mais formal de defender a hipótese de que o comportamento do câmbio é, em grande parte, função de variáveis relativas a fundamentos macroeconômicos, pode ser encontrada no trabalho seminal de Krugman, que deu origem ao que a literatura chama de “modelos de primeira geração”. O artigo de Krugman (1984) coloca que políticas fiscais excessivas (ou, de forma equivalente no modelo de Krugman, déficits orçamentários) são financiadas, pela emissão de títulos domésticos pelo Banco Central. No modelo, as autoridades monetárias anunciam que estarão dispostas a defender o câmbio fixo até que se esgotem as reservas, quando o regime mudará para câmbio flutuante. Uma vez que as reservas se esgotem, o Banco Central sai do mercado de câmbio por não possuir mais instrumentos para defender a paridade.

Neste momento, vale ressaltar que aqui Krugman adota o conceito de paridade relativa do poder de compra (PPC relativa) que implica que uma mudança percentual na taxa de câmbio entre duas moedas em qualquer período é igual à diferença entre as mudanças percentuais dos níveis de preços nacionais (o que implicará na PCC absoluta,

que coloca que o câmbio nominal é igual o nível de preços relativos). Dessa forma, se o nível de preços no país doméstico aumenta 10% em um ano, e o nível de preços do país estrangeiro que define o câmbio bilateral em questão tem inflação de 5% num ano, a PCC relativa prevê uma depreciação de 5% no valor da moeda do país doméstico. A depreciação de 5% na moeda do país doméstico cancela os 5% pelos quais a inflação do país doméstico excede a do país estrangeiro, mantendo o poder de compra relativo interno e externo em ambos os países, sem alteração.

Se utilizando desse instrumento, Krugman afirma que num país de câmbio fixo onde são mantidas políticas fiscais expansionistas exageradas, os preços internos subirão, gerando uma depreciação na taxa de câmbio “sombra” interna¹⁰, a taxa que seria vigente se o câmbio não fosse fixo.

O gráfico abaixo ilustra o momento do ataque especulativo, que, segundo o modelo de Krugman, é antecipado pelos agentes do mercado, que possuem expectativas perfeitas quanto ao futuro:



¹⁰ Vale ressaltar que a importante distinção entre curto e longo prazo, no que se relaciona aos preços, é abandonada aqui, para efeitos de simplificação. Portanto, políticas fiscais expansionistas geram inflação

A figura (xx) representa de forma esquemática o argumento de Krugman: conforme as reservas (F) são utilizadas na defesa do câmbio (que se desvalorizaria diante da inflação provocada pela expansão fiscal exagerada, ao levarmos em conta a PCC relativa), a taxa “sombra” (E^e) deprecia. No momento que a taxa sombra se iguala à taxa da câmbio fixa, o mercado, através da racionalidade dos mecanismos de arbitragem, enxuga as reservas restantes no banco central (quando se dá o ataque), que, diante da ausência de reservas, muda o regime do câmbio.

Existem outros modelos que não levam em consideração, necessariamente, os fundamentos macroeconômicos como fundamentais para avaliações de agentes que efetuam ataques especulativos. Catalogados pela literatura como modelos de ‘segunda geração’, esses modelos foram desenvolvidos primeiramente nos trabalhos de Flood e Garber (1984) e Obstfeld (1986), modelos esses que levavam em consideração a possibilidade de ataques especulativos completamente “descolados” dos fundamentos macroeconômicos do país objeto do ataque. Dessa forma, se tais modelos forem utilizados como ferramenta para a análise da necessidade de coordenação fiscal para uniões monetárias com regras de paridade bilateral fixa, não necessariamente existirão tendências adversas em políticas monetárias e fiscais antes dos ataques especulativos.

Isso posto, levaremos em consideração neste trabalho as conclusões de Eichengreen, Rose e Wyplosz (1994), que encontraram evidências suficientes em sua análise empírica para utilizar conclusões de modelos de primeira geração na explicação dos ataques especulativos sofridos pela Europa (mais precisamente, pelos integrantes do ERM) na década de 70, 80 e início da de 90. Dessa forma, é válido afirmar que a falta de coordenação de políticas macroeconômicas na Europa anterior ao Tratado de Maastricht de fato provocou instabilidade no câmbio.

III. INTEGRAÇÃO EUROPÉIA E COORDENAÇÃO FISCAL

Como mencionado anteriormente, este trabalho tem por objetivo compreender a suposta necessidade, bem como os prós e os contras, relacionados à necessidade de se adotar um programa de coordenação fiscal como pré-requisito para o sucesso de um esforço de integração econômica.

Sendo a União Européia o exemplo prático mais acabado do que queremos examinar, vale a pena estudar o processo de formação da mesma, tendo especial cuidado em observar os passos e as motivações que levaram o continente a se decidir por um programa de coordenação fiscal como pressuposto para a adoção do Euro, cristalizado no famoso Tratado de Maastricht.

III. 1. A “Serpente” Européia

O fim do sistema monetário internacional, nos moldes do que tinha sido acordado nas reuniões de Bretton Woods, transformou o cenário das questões monetárias internacionais. É possível afirmar que essa transição tenha se dado em consequência do impressionante aumento da mobilidade internacional do capital, verificado principalmente a partir de meados da década de 60. Tendo o restabelecimento da conversibilidade da conta corrente se dado nessa época em boa parte dos países do

inclinada: já havia uma situação de pleno emprego antes da adoção das políticas fiscais expansionistas).

mundo, se tornou cada vez mais problemática a manutenção do arranjo “câmbio fixo porém ajustável”, base do sistema Bretton Woods. Mesmo com a permanência, por vezes, de algum tipo de controle nas contas de capital dos países, não existia nenhuma garantia de que a sinalização de possíveis mudanças cambiais nesses países não fosse levar a perdas consideráveis de capital, pois devido à condição de conversibilidade das contas correntes, os participantes dos mercados cambiais encontravam sempre novas e espertas maneiras de ludibriar os controles existentes. Em um mundo de grande mobilidade do capital, a defesa de paridades dependia de níveis sem precedentes de intervenção nos mercados e de apoio internacional.

Alternativas às taxas de câmbio ajustáveis eram (e continuam sendo hoje) apenas duas: flexibilidade total do câmbio ou a paridade fixa. Grandes economias, como o Japão e os Estados Unidos, para os quais a importância das transações internacionais eram ainda limitadas, optaram pela livre flutuação. Já os países da Europa Ocidental, para os quais o comércio intra-europeu era excepcionalmente importante e cuja Política Agrária Comum (CAP) poderia ser gravemente prejudicada por oscilações nas taxas de câmbio, optaram por atrelar suas moedas umas às outras. Só para se ter uma idéia, enquanto os EUA exportam apenas 1,5% de sua produção para o Japão, e apenas 2% para todo o continente europeu¹¹, a Alemanha exporta 18% de seu PIB para os países da Comunidade Européia. Sendo assim, desafios que se apresentam apenas como problemas laterais para empresas americanas são questões prioritárias na Europa. As flutuações relativas das moedas européias eram e são ainda cruciais para toda e qualquer decisão empresarial na no continente europeu. A partir desse dado é possível compreender a motivação da Comunidade Econômica Européia (CEE) no sentido de buscar um arranjo que, ao substituir o acordo de Bretton Woods, preservasse um mínimo de previsibilidade nas oscilações cambiais das moedas dos países membros.

Sendo, portanto, o nível de integração dos mercados europeus fundamental para a compreensão das motivações que levaram à escolha da defesa de paridades bilaterais, em um arranjo que ficou conhecido como a “Serpente Européia”, vale lembrar que a CEE pôs em prática seu projeto de união aduaneira antes do planejado, isto é, em fins da década de 60. A total união política e monetária (MEU) seria o próximo passo lógico, segundo reafirmou o Conselho Europeu em 1969. Em 1970 foi criado então um grupo de estudos liderado pelo primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, no intuito de alinhar as bases sobre as quais seria então construída a união monetária da Europa.

O relatório final produzido por esse grupo de estudos ficou conhecido como “Relatório Werner”, e previa em suas conclusões a necessidade de um esforço de coordenação de políticas econômicas nacionais, concentrando as funções fiscais em nível da Comunidade. Além disso, as discussões em torno do Relatório Werner proporcionaram uma base para responder ao colapso de Bretton Woods. Foi decidido que a flutuação bilateral das moedas européias ficaria restrita a uma banda de 4,5% (bem menos do que os 9% definidos no Acordo Smithsonian de dezembro de 1971). Esse arranjo é que ficou conhecido como a “Serpente Européia”, arranjo esse que foi preservado mesmo após o desmantelamento do sistema de Bretton Woods, que teve no mencionado “Acordo Smithsonian” um de seus estertores.

Em retrospecto, se pôde verificar que grande parte do que foi definido no Relatório Werner teve, no mínimo, um componente de grande ingenuidade. A meta de uma união monetária efetiva em 1980 carecia de bases sólidas, como a construção de instituições para dar sustentação a tal esquema, ou melhor, as que existiam, como o Parlamento Europeu e a Comissão Européia, não absorveram as novas funções necessárias para levar a cabo as resoluções do Relatório Werner.

¹¹ Krugman, Vendendo Prosperidade, pág 222, Editora Campos .

Assim , a Serpente Européia logo foi assaltada por dificuldades. Com o aumento nos preços do petróleo em 1973 e a queda acentuada do dólar no mesmo período (causando uma perda de competitividade por parte dos países europeus), com a ajuda insuficiente dos países de moeda forte (principalmente a Alemanha, devido a suas metas para os agregados monetários e a preocupação de que ajudas mais incisivas pudessem ter reflexos inflacionários) aos países de moeda mais fraca, e com a descoordenação fiscal entre os países (com um exemplo notório na política fiscal expansionista da França, sob o governo de Jacques Chirac, em 1976, que obrigou a França a abandonar a Serpente); a Serpente esteve sob risco de desmoronar. A solução veio como o realinhamento de Frankfurt em outubro de 1976, dando início a um período de mudanças mais freqüentes nas paridades (ao que parece, devido a pressões da Alemanha, que exigia maior flexibilidade no câmbio dos países da CEE em troca de continuar ajudando quando necessário). Qualquer expectativa de que a união monetária poderia ser alcançada ancorando as taxas de câmbio no interior de bandas inalteradas sofreu, dessa maneira, um importante revés.

Em última análise, a Serpente não assegurou uma estabilidade cambial em nível regional, como planejado na ocasião de sua criação. Diversos realinhamentos se seguiram ao de Frankfurt, países abandonaram com freqüência a Serpente, e a estabilidade ocorreu apenas dentro de períodos limitados. As turbulências de meados de 70 foram tão desestabilizadoras para a Serpente porque não havia ainda o cenário institucional adequado para que fosse levado a cabo tal arranjo: as condições para a harmonização monetária e fiscal dos países ainda eram muito imaturas e, conforme explicado no marco teórico do presente trabalho, políticas fiscais tem como efeito oscilações no câmbio, quanto mais liberdade de capitais existir entre as fronteiras dos países. Como coloca Eichengreen, “não havia, em Bruxelas, nenhuma instituição

obrigada a prestar contas a eleitores em nível nacional; em conseqüência, os governos opunham resistência a atribuir responsabilidade fiscal à Comunidade. Não foram feitos os ajustes nas políticas fiscais nacionais necessários para manter as taxas de câmbio dentro da Serpente”

Desta forma, confirma-se a assertiva feita no Capítulo II deste trabalho, onde foi observado que a situação fiscal de um país está intimamente relacionada a oscilações cambiais. Daí a necessidade de algum arranjo de coordenação fiscal que dê estabilidade ao câmbio nos países de um bloco economicamente integrado.

Para finalizar, portanto, a discussão sobre a Serpente Européia, e para ilustrar também a instabilidade de tal arranjo, vale observar a tabela a seguir, onde são identificados os efeitos das turbulências ocorridas no contexto da Serpente:

III. 2. História Cronológica da Serpente:

1972	24 de abril	O Acordo de Basiléia entra em vigor. Os países membros são Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo, e Holanda.
	1º de maio	Admissão do Reino Unido e da Dinamarca.
	23 de maio	Admissão da Noruega.
	23 de junho	Saída do Reino Unido.
	27 de junho	Saída da Dinamarca.
	10 de outubro	Readmissão da Dinamarca.
1973	13 de fevereiro	Saída da Itália. Transição para a flutuação conjunta: cessam as intervenções para manter margens fixas em relação ao dólar ("túnel" do Acordo Smithsonian).
		Admissão da Suécia. O marco alemão é valorizado em 3%. Aprovação do estabelecimento de um Fundo Monetário de Cooperação Européia. O marco alemão é valorizado em 5,5%. O florim holandês é valorizado em 5%. A coroa norueguesa é valorizada em 5%.
1974	19 de janeiro	Saída da França
1975	10 de julho	Readmissão da França
1976	15 de março	Nova saída da França
	17 de outubro	Acordo em torno de mudanças na taxa da câmbio ("realinhamento de Frankfurt"): a coroa dinamarquesa é desvalorizada em 6%, o florim holandês e o franco belga em 2%, e as coroas norueguesa e sueca em 3%.
1977	1º de abril	A coroa sueca é desvalorizada em 6%, o florim holandês e o franco belga em 2%, e as coroas norueguesa e sueca em 3%.
	28 de agosto	Saída da Suécia; as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 5%.
1978	13 de fevereiro	A coroa norueguesa é desvalorizada em 8%.
	17 de outubro	O marco alemão é valorizado em 4%, o florim holandês e o franco belga, em 2%.
	12 de dezembro	A Noruega anuncia sua decisão de sair.

Tabela (xx)

III. 3. O Sistema Monetário Europeu (SME)

A França procurou corrigir os problemas com a Serpente mediante a criação do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1979. A proposta era fortalecer os poderes de monitoração da Comissão europeia da Comunidade Europeia com o objetivo de criar um organismo da CE perante o qual as autoridades encarregadas das políticas monetárias nacionais pudessem ser responsabilizadas. A proposta dos franceses foi aceita, juntamente com um conjunto de regras que esperava-se seria capaz de diminuir a instabilidade das taxas de câmbio.

Na prática, esse Sistema Monetário Europeu fez com que cada par de nações se comprometesse a intervir nos mercados toda vez que a moeda saísse da nova banda definida no acordo fixado quando de seu lançamento. Além disso, na Ata de Fundação do SME, foi colocada uma provisão que autorizava os governos a sacar um volume ilimitado de créditos das Linhas de Financiamento de Curtíssimo Prazo (que já existiam por ocasião da Serpente), parecendo obrigar os países de moeda mais forte a auxiliar de forma ilimitada os parceiros de moeda mais fraca. Devido à experiência adquirida com os realinhamentos da Serpente, foi estabelecido que as nações do Sistema Monetário Europeu poderiam mudar as paridades combinadas.

É importante observar que, apesar de defender arduamente o câmbio fixo, como já faziam anteriormente, os franceses foram incapazes de permanecer na Serpente. Dessa forma, a experiência levou a França a investir na construção de instituições mais firmes que pudessem fornecer uma base mais sólida para a estabilização das taxas de câmbio intra-europeias. O essencial para o sucesso dessa iniciativa era o apoio alemão que concedeu esse apoio, tendo o chanceler federal da Alemanha de então, Helmut Schmidt, registrado em suas memórias, “eu sempre considerei o SME não só como um mero instrumento para harmonizar as políticas econômicas dos países membros da CE,

como também parte integrante de uma estratégia mais ampla objetivando a autodeterminação política na Europa”.

A Alemanha assumiu então o papel de país de moeda forte, da mesma forma que os EUA em Bretton Woods. Os números não apontam tal liderança com ênfase: os trabalhadores da Alemanha Ocidental eram tão produtivos quanto quaisquer outros na Europa; os franceses quase se equiparavam a eles, e mesmo ingleses e italianos ficavam entre 20% e 30% atrás. Assim, em 1990, os cerca de 63 milhões de alemães ocidentais produziam algo em torno de 25% a mais do que os 56 milhões de franceses e apenas 28% da produção total da Comunidade Européia. No entanto, por razões que logo mais aduziremos, a Alemanha se tornou referência absoluta no Sistema Monetário Europeu.

Como mencionado anteriormente, o arranjo do SME previa também, da mesma forma que no final da vigência dos acordos firmados em Bretton Woods, uma banda de flutuação para as moedas de 2,25%, sendo que os países em condições financeiras mais delicadas tinham permissão para operar em bandas mais largas, de 6%, durante um período de transição após sua entrada no ERM (Mecanismo Cambial, o acordo que estabelecia as bandas de flutuação do câmbio europeu).

A partir do início do SME, nos quatro primeiros anos de vigência do mesmo, as taxas foram “realinhadas” em média uma vez a cada oito meses. Ao longo dos quatro anos seguintes, as taxas foram então realinhadas a cada doze meses. A mudança refletiu o gradual aumento na mobilidade dos capitais, que dificultou ajustes controlados. Tal discrepância nos dois períodos tem a ver com a diferença no cenário econômico de ambas as épocas: o início do SME pegou carona na recessão que intensificou as divergências políticas na Europa. Assim sendo, as pressões de desemprego em alguns países do SME agravaram sensivelmente as tensões do novo sistema, antecipando de

alguma forma os efeitos da coordenação fiscal (apesar de não terem sido provocados por ela naquela época, já que não havia ainda um esforço conjunto dos países europeu em prol de medidas como as determinadas pelo Tratado de Maastricht) que a Europa sofreria ao se tornar vigente o Tratado de Maastricht.

Um exemplo dessas pressões políticas foi o advento em 1981 do governo socialista de François Mitterrand, que levou a cabo medidas fiscais expansionistas. Ao perceber que tal seria o resultado imediato do governo socialista, os agentes nos mercados cambiais se posicionaram de tal forma que o franco registrou uma desvalorização assim que a percepção de que os socialistas pisariam no acelerador fiscal se instalou. Tal resultado era de se esperar, de acordo com as conclusões do modelo apresentado no marco teórico do capítulo II. Assim sendo, nos quatro primeiros meses do novo governo de Mitterrand, os bancos centrais da França e da Alemanha foram forçados a promover grandes intervenções para dar sustentação ao franco. Em setembro já não foi mais possível evitar a desvalorização, que foi “diluída” ao ser inserida num contexto de um realinhamento geral das moedas do SME.

Apesar do alerta dos mercados, a situação fiscal da França não foi resolvida, forçando nova desvalorização em março de 1983, novamente encoberto por um novo realinhamento. Tal pressão dos mercados, que drenava as reservas francesas, levava em consideração a insustentável progressão dos déficits no balanço de pagamentos francês provocada pela liberalidade fiscal. A França só não abandonou então o SME devido ao esforço que a mesma tinha empreendido para o esforço de integração. Assim, prevalecendo a ala moderada do governo, representada pelo secretário do Tesouro francês Michel Camdessus e pelo ministro da economia Jacques Delors, a França decidiu pôr um fim às medidas que incentivavam a Demanda Agregada.

A situação francesa se agravou dessa forma, mais uma vez, devido à falta de alinhamento nas políticas fiscais entre Alemanha e França. O Bundesbank, caracteristicamente conservador e tendo sempre por meta preservar o país da inflação, da mesma forma que a base de sustentação do novo chanceler alemão Helmut Kohl, não queria diminuir os juros através de uma política monetária mais expansionista. Níveis mais baixos na demanda da Europa, que passava por um período de recessão, como pudemos observar, aliados a um aumento no diferencial de inflação da França e da Alemanha, significaram perdas consideráveis de competitividade¹² para a França. Felizmente, para o SME, os socialistas se curvaram a essa realidade.

Toda a estrutura do SME estava assentada sobre a liderança alemã. Para poder manter sua moedas dentro das faixas acordadas, os países deviam seguir acompanhando a política monetária conservadora e contracionista da Alemanha, onde o banco central tinha como prioridade combater a inflação. Como havia inflação acumulada anteriormente ao acordo que deu início ao SME, países como a França e a Itália tiveram de suportar um período em que seus custos e preços industriais eram empurrados para níveis pouco competitivos (já que a possibilidade de desvalorização estava descartada). O resultado final para esses países foi portanto uma política de alto desemprego para resolver o problema da inflação. Os governos europeus esperavam que o compromisso de manter a taxa de câmbio estável iria incutir expectativas de inflação futura baixa nos agentes como sindicatos, empresas e demais formadores de preços. Assim seria possível manter mais baixos os custos da desinflação (como o desemprego, etc.) do que se os

¹² Além disso, como observado por Eichengreen (1994) “Em virtude da rigidez do lado da oferta que afligia a economia francesa, o estímulo à demanda produziu mais inflação e menos produção do que o governo esperava. Mais impostos para cobertura de gastos com a seguridade social, salários mínimos mais altos e redução nas horas de trabalho fizeram com que os empregadores hesitassem em contratar novos trabalhadores. Com acurva de oferta agregada em queda, ao mesmo tempo em que a curva de demanda agregada mostrava-se em ascensão, o resultado foi inflação, ao invés de crescimento”.

sinais fossem menos claros. Assim, o alto desemprego de então era tolerado devido ao compromisso dos governos, claramente colocado, de defender a paridade das moedas.

A âncora do sistema era a Alemanha. Isso se dava devido à natureza da atuação do banco central alemão, que adotava políticas restritivas mesmo sem precisar defendê-las como parte de um esforço para manter a paridade da moeda. Amarrados na política monetária alemã, portanto, os países europeus, ao perseguir objetivos distributivos e metas sociais, se utilizavam de políticas microeconômicas de contenção salarial, maior segurança de emprego, e medidas cada vez mais generosas de ajuda a desempregados e concessão de outros benefícios sociais. Isso reduziu a flexibilidade e a eficiência do mercado de trabalho nos países europeus, resultando em desemprego elevado e crescente. Portanto, as políticas que geraram o fenômeno conhecido como “euroesclerose” foram uma resposta às amarras que a paridade do câmbio impunha aos governantes europeus. A consequência da euroesclerose foi um aumento na demanda por integração, pois o aumento na concorrência dos mercados de trabalho, bem como o aproveitamento das economias de escala e abrangência do território europeu talvez pudessem solucionar os problemas de desemprego. Essa motivação nova também aumentou o desejo por uma unificação monetária, que facilitaria o trânsito de fatores e de mercadorias por todo o território europeu. A eliminação da possibilidade de os países manipularem suas taxas de câmbio era necessária para vencer a oposição protecionista à liberalização do comércio. Dessa forma, a conclusão de que a integração completa das economias européias só poderia vir através de uma união monetária, levou às diretrizes apontadas no Relatório Delors, de 1989, bem como no Tratado de Maastricht, adotado pelo Conselho Europeu em dezembro de 1991. Assim, na esteira do Relatório Delors, o tratado de Maastricht descreveu a transição a ser executada até a unificação monetária completa em estágios.

III. 4. O Tratado de Maastricht

Como dito antes, os detalhes do acordo em direção à moeda única foram definidos no Tratado de Maastricht, classificados por estágios de transição. No Estágio I, iniciado em 1990, deveriam ser eliminados os controles de capital, o que praticamente eliminou a possibilidade de realinhamentos sem custos. Dessa forma, a mesma dinâmica que intensificou o desejo de estabilidade da moeda eliminou a válvula de segurança que tinha permitido aos membros do ERM operar um sistema de taxas de câmbio relativamente estáveis. Tão logo isso ocorreu, “registrou-se uma série de choques a partir de 1990. Uma recessão mundial fez crescerem as taxas de desemprego na Europa; uma queda ainda maior do dólar comprometeu a competitividade européia; e a unificação alemã elevou as taxas de juros em toda a Comunidade Européia”. Essa elevação se deu em face das necessidades de financiamento para os investimentos que se faziam necessários para recuperar o parque industrial alemão oriental, extremamente atrasado e danificado, para fornecer a infra-estrutura necessária para a retomada do crescimento e para o fim das discrepâncias com o lado ocidental, etc.

O Estágio II, iniciado em 1994, deveria ser caracterizado pelo aprofundamento da convergência das políticas nacionais e pela instituição de um órgão temporário, o Instituto Monetário Europeu (EMI), para estimular a coordenação das políticas macroeconômicas e planejar a transição para a união monetária.

O Estágio III deveria então ter início em 1 de janeiro de 1999, como de fato ocorreu, quando finalmente as paridades seriam fixadas definitivamente. Sem embargo, o que interessa nessa pesquisa é justamente o teor dos critérios de convergência do segundo Estágio, bem como os efeitos que a convergência fiscal teve sobre a Europa – e que continua tendo. Dessa forma, analisemos esses critérios e suas justificativas, para

que, no capítulo IV deste trabalho possamos analisar mais de perto os efeitos dessa convergência nos países da Comunidade Européia.

III. 5. Critérios do Tratado de Maastricht

O primeiro critério do Tratado se caracterizava pela obrigatoriedade de cada país manter uma taxa de câmbio fixa, por pelo menos dois anos antes de sua adesão. Isso de fato testava a habilidade e a firmeza de propósitos de um país para gerenciar sua moeda: somente um país que se mostrasse capaz de viver com uma moeda independente teria autorização para aboli-la.

O segundo critério determinava que as taxas de juros de longo prazo deveriam ficar próximas das taxas dos membros da CE que apresentavam melhor desempenho. Os principais determinantes dessas taxas de longo prazo seriam precisamente as convicções do mercado de títulos sobre a União Européia: se o mercado acreditasse que a lira e o marco logo seriam abolidos, e incorporados ao Euro, então as taxas de longo prazo alemãs e italianas seriam mais ou menos as mesmas.

O terceiro critério exigia que a inflação ficasse em uma taxa próxima à do país de melhor desempenho da União Européia. No entanto, como observamos no marco teórico, países que possuem taxas de câmbio fixas não possuem política monetária independente. Portanto, qualquer taxa de inflação representaria uma consequência natural de interações do mercado, não possuindo as autoridades governamentais de nenhum país meios para debelar o problema.

Finalmente, dois critérios estabeleciam limites para o déficit público e para o tamanho da relação dívida/PIB: sob as determinações do EDP (Excessive Deficit Procedure), os governos membros da União Européia tinham por obrigação manter distância de "déficits excessivos". O artigo 104c do Tratado de Maastricht confere

poderes ao Comissão Européia para monitorar déficits e dívida dos países membros, e avaliar seu atrelamento aos limites de 3% e 60% do PIB para o déficit e a dívida pública, respectivamente. Se a Comissão decide que o país está gerando déficits fora de controle, encaminha então opinião para o Conselho Europeu. O Conselho, se concordar, recomenda passos para eliminar o problema. Ele pode então requerer a publicação de informações adicionais, por parte das autoridades do país membro, antes de que o mesmo lance novos títulos no mercado, pode pedir ao banco de Investimentos Europeu (European Investments Bank) para “reconsiderar” sua política de empréstimos a esse país, requerer que o país “gastador” deposite com a Comunidade recursos não remuneráveis como garantia, pode aplicar multas nesse país, etc.

Obviamente, após perderem a autonomia monetária, esses países perdem agora a autonomia fiscal. Esse processo gera então benefícios e perdas, que, a partir de agora, examinaremos no capítulo IV, preparando o caminho para utilizar o que pode ser aprendido com a experiência européia no intuito de conferir mais robustez ao esforço de coordenação econômica no Mercosul, o que será examinado no capítulo IV.

IV. COORDENAÇÃO FISCAL NA EMU: NECESSIDADE E AVALIAÇÃO TEÓRICA E EMPÍRICA

Como observado no capítulo II, os critérios de coordenação fiscal do Tratado de Maastricht tinham como objetivo evitar “déficits excessivos”, e, como isso, evitar a conseqüente instabilidade financeira (ver capítulo II). Tais critérios consistem no limite de 3% no déficit público dos países da EMU a preços de mercado, e, como já colocado também, no limite para a dívida pública de 60% do PIB a preços de mercado.

O critério fiscal do Tratado de Maastricht (os outros se referem a metas para inflação, taxa de juros interna, e taxa de câmbio) tem, no entanto, relativa “flexibilidade”. Déficits maiores do que a taxa de 3% são aceitáveis se apresentam como fatos conjunturais e temporários, e não muito descolados da meta explicitada. Outro fator que dá margem a essa “flexibilidade” é a situação de cada país, que às vezes está investindo a parcela do déficit que excede a meta do Tratado de Maastricht. Isso implica, por exemplo, que países como Portugal e Espanha, que durante a década de 90 apresentaram altas taxas de investimento público, estariam então “perdoados” se a avaliação de que tais gastos são necessários for de alguma forma consensual.

Vale ressaltar também que os déficits que excedem a taxa de 3% podem não ser considerados excessivos se os mesmos apresentam tendência de queda contínua em

direção à meta (artigo 104c). Quão próximo de 3% o país que apresenta essa tendência deve estar, no entanto, não é muito claro a partir do Tratado.

O último “atenuante” dos critérios do Tratado é relativo à meta de proporção dívida/PIB, que deveria ser de 60% nos países aspirantes à integração na EMU. Analogamente ao que é colocado com relação ao déficit, a meta de dívida é apenas um parâmetro, e se o país que tem como objetivo integrar a EMU apresentar essa relação com tendência de queda e de aproximação da meta de 60%, ainda assim será aceito na EMU. A razão para esse atenuante é bastante clara: Um grande número de países da Comunidade Européia que decidiram aderir à EMU possuem já um histórico de estoques de dívida bastante altos, por vezes superior a 100% do PIB (como ainda é o caso da Bélgica, por exemplo, tendo já sido também o da Itália, da Irlanda e da Grécia no passado – ver tabela xx). Tal fato sugere que mesmo com um aperto fiscal de enormes proporções seria quase impossível para tais países alcançarem a meta de 60% em tempo hábil para a adoção do Euro. Os dados sugerem que os “atenuantes” mencionados foram importantes, ao menos no que se refere à relação dívida/PIB, como podemos ver na tabela a seguir:

Tabela (4.1)

Relação déficit/PIB nos países da EMU (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Austria	-2,4	-3	-2	-4,2	-5	-5,1	-3,8	-1,9	-2,5	-2
Alemanha	-2,1	-3,1	-2,6	-3,2	-2,4	-3,3	-3,4	-2,6	-1,7	-1,2
França	-1,6	-2,1	-3,9	-5,8	-5,8	-4,9	-4,2	-3	-2,7	-1,8
Espanha	-4,3	-4,5	-4,1	-7	-6,3	-7,1	-5	-3,2	-2,6	-1,1
Holanda	-5,1	-2,9	-3,9	-3,2	-3,8	-4	-1,8	-1,2	-0,8	0,5
Bélgica	-5,5	-6,3	-6,9	-7,1	-4,9	-4	-3,7	-2	-1	-0,9
Portugal	-5,1	-6	-3	-6,1	-6	-5,7	-3,8	-2,6	-2,1	-2
Finlândia	5,4	-1,5	-5,9	-8	-6,4	-4,6	-3,2	-1,5	1,3	2,3
Irlanda	-2,3	-2,3	-2,5	-2,4	-1,7	-2,1	-0,6	0,8	2,1	2
Luxemburgo	5	1,9	0,8	1,7	2,8	1,8	2,7	3,6	3,2	2,4
Grécia	-13,8	-10,9	-7,2	-11,5	-21,1	-11,9	-9,7	n.a.	n.a.	n.a.
Itália	-11	-10	-9,6	-9,5	-9,2	-7,7	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9

Fonte: International Financial Statistics (cd-rom)

Tabela (4.2)

Relação dívida/PIB nos países da EMU (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Austria	57,9	58,1	58	62,7	65,4	69,4	68,3	63,9	63,5	64,9
Alemanha	43,8	41,5	44,1	48	50,2	58,3	59,8	60,9	60,7	61,1
França	35,5	35,8	39,8	45,3	48,5	52,8	57,1	59	59,3	58,6
Espanha	44,8	45,5	48	60	62,6	64,2	68	66,7	64,9	63,5
Holanda	79,1	78,9	79,9	81,1	77,9	79	75,3	70,3	67	63,8
Bélgica	126	128	129	135	133	132	128	123	117	114
Portugal	65,3	67,3	60,1	63,1	63,8	65,9	63,6	60,3	56,5	56,8
Finlândia	14,5	23	41,5	58	59,6	58,1	57,1	54,1	49	47,1
Irlanda	96	95,3	92,3	96,3	88,2	78,9	74,1	65,3	55,6	52,4
Luxemburgo	4,7	4,2	5,1	6,1	5,7	5,8	6,2	6	6,4	6,2
Grécia	n.a.									
Itália	98	102	109	119	125	125	122	120	116	115

Fonte: International Financial Statistics (cd-rom)

Como se pode observar nos dados da tabela (xx) e (xx), os doze países que integram a EMU conseguiram alcançar a meta de 3% de déficit público no ano de 1999, quando foi lançado o Euro. No entanto, a convergência do estoque de dívida desses países não convergiu em muitos casos, sendo o mais flagrante deles o da Bélgica, que ainda mantém um estoque de dívida de mais de 100% do PIB.

Deve ser observado aqui que os outros critérios do Tratado de Maastricht (economicamente além de “legalmente”) estão também intimamente relacionados com o de convergência fiscal. O critério de estabilidade de preços (juntamente com o de não financiamento de déficits por parte dos bancos centrais como prerrogativa discricionária dos governos centrais) previnem o uso de senhoriagem como forma de financiamento de déficits, o que ajuda a reduzir os mesmos em direção às metas já citadas. O critério de convergência dos juros também está ligado aos fatores mencionados, e não é redundante mesmo com a alta mobilidade de capital na Europa que faz valer de forma mais concreta a *condição de paridade dos juros*, abordada no marco teórico deste trabalho (capítulo II). Como dito anteriormente, com mercados eficientes os juros de um país com livre mobilidade de capital, o diferencial dos juros internacionais no financiamento do déficit público é a soma de três componentes diferentes¹³: a expectativa de depreciação da moeda nacional, o prêmio de risco do câmbio, e um prêmio de risco para o déficit do país em questão, que reflete, em última análise, a solvência dessa economia, que pode estar comprometida se políticas fiscais irresponsáveis forem constantemente adotadas. O critério dos juros portanto implica que não é o bastante, para um país que possui um alto estoque de dívida pública e de déficit público, seguir uma política anti-inflacionária rígida que traga a variação de seus preços para o nível dos Estados com a melhor performance da Europa. Um ajuste fiscal de proporções importantes também é necessário por uma série de razões.

Primeiramente, tal ajuste diminuiria e ocasionalmente eliminaria o prêmio de risco relacionado à solvência do país em questão. Em segundo lugar, o ajuste da política fiscal afetaria também o diferencial de juros relacionado ao prêmio do câmbio e à taxa

¹³ Será abandonada, a menos neste parágrafo, a hipótese de risco de *default* zero, que foi utilizada no marco teórico deste trabalho. Tal fato não invalida as conclusões do mesmo, que indica que com livre mobilidade de capitais existe uma correlação muito forte na oscilação dos juros nacionais com os juros do país cujo câmbio serve de âncora para o resto da união monetária – no caso da EMU, a Alemanha.

de depreciação esperada, ambos diminuindo conforme a expectativa dos agentes do mercado fosse a de que o país estaria comprometido com a União Européia a as metas a ele relacionadas. Devido ao fato de que a Tratado deixa em aberto o que de fato um ajuste fiscal “de peso”, os mercados anexarão uma probabilidade positiva à possibilidade dos países com performance fiscal irresponsável serem excluídos da EMU, e essa probabilidade será maior quão maior for a “irresponsabilidade” fiscal observada. Dessa forma, caso uma economia seja avaliada como “irresponsável” no quesito fiscal pelos mercados, a tendência será de que seus juros internos sejam maiores, pois o fato dessa economia não conseguir atingir os critérios fiscais de Maastricht derrubará sua credibilidade no que tange à inflação à sustentabilidade de sua política fiscal, criando um aumento nos juros representado pelo prêmio de depreciação do país, que não seria pequena como aconteceria se esse não fosse o caso.

O que pode ser inferido a partir dos critérios fiscais do Tratado de Maastricht ? Uma interpretação possível é a de que “déficits excessivos” é, de fato, um nome para “tamanho excessivo do governo”. Dessa forma, a expectativa dos formuladores do Tratado é a de que as metas serão atingidas através de cortes nos gastos, ao invés de aumento nos impostos (algo muito similar ao que pensavam os formuladores da política econômica do governo Reagan. A esse respeito, ver Krugman (1994) e Buitter, Corsetti, e Roubini (1992)).

As principais externalidades que déficits fiscais excessivos poderiam gerar na EMU como observadas pelos arquitetos do Tratado de Maastricht são as seguintes:

1. déficits excessivos levados a cabo por países membros da União Européia poderiam eventualmente levar à uma posição insustentável no que se

relaciona à solvência da dívida que forçaria os outros países membros a terem de prestar ajuda a esse país.

2. Uma crise de solvência em um país da União Monetária, através de mecanismos de contágio financeiros poderia, acabar levando a uma crise generalizada que necessitaria de uma intervenção no sentido de uma política monetária mais frouxa por parte do Banco Central Europeu para ser debelada, o que poderia gerar pressões inflacionárias.
3. Para evitar tais “spill-overs”, a melhor alternativa é a coordenação acordada e formalizada, como no Tratado de Maastricht.

Vale lembrar também aqui a importância da coordenação fiscal para a diminuição da probabilidade de que ocorram ataques especulativos no EMU. O interessante trabalho de Eichengreen, Rose e Wyplosz (1994) mostra que os ataques especulativos sofridos pela Europa na década de 80 e início da década de 90 guardam bastante relação com o comportamento fiscal dos países da EMU. Apresentar as conclusões desse trabalho será interessante para reforçar a tese de que a coordenação fiscal é indispensável para o funcionamento satisfatório de uma União monetária.

Partindo de uma função de demanda por moeda de livro texto (tal qual a que foi apresentada no marco teórico deste trabalho), Girton e Roper (1977) constróem um “índice de pressão da taxa de câmbio”, que foi então utilizado no trabalho de Eichengreen, Rose e Wyplosz. Esse índice tem então o seguinte formato:

$$(r - r^*) + (d - d^*) = (p - p^*) + \beta(y - y^*) - \alpha(i - i^*) \quad (4.1)$$

Onde:

- d = total do crédito doméstico / base monetária

- r = taxa de câmbio nominal * total de reservas internacionais / base monetária
- p = nível geral de preços ao consumidor
- y = produto interno bruto nacional
- i = taxa de juros interna
- β = elasticidade renda da demanda por moeda
- α = semi-elasticidade-juros da demanda por moeda
- (*) denotando variáveis internacionais, do país ao qual a moeda está atrelada: no caso do ERM, o marco alemão (DM)

Usando a paridade do poder de compra relativa¹⁴ para substituir o diferencial de inflação pela taxa de depreciação, e arrumando novamente os termos, teremos:

$$e + (i - i^*) - (r - r^*) = (d - d) - \beta(y - y^*) + (1 + \alpha)(i - i^*) \quad (4.2)$$

Onde:

- e = log da taxa de depreciação da moeda nacional

O lado esquerdo da equação acima é o índice de “pressão especulativa”: ele diz que a pressão aumenta conforme as reservas em moeda estrangeira caíam, ou as taxas de juros subam (o que ocorre quando déficits são excessivos, como observamos diversas vezes neste trabalho), ou quando ocorre depreciação na moeda nacional. As premissas subjacentes a esse modelo sugerem que um ataque especulativo deva ser uma função paramétrica de fundamentos como a taxa de crescimento do crédito doméstico, do nível de renda, e do diferencial dos juros. Os problemas que essa simplificação podem trazer são discutidos nas páginas 14-19 do trabalho mencionado.

¹⁴ ver capítulo II

Os resultados da pesquisa empírica de Eichengreen, Rose e Wyplosz, seguindo o modelo apresentado como norte, são os seguintes (no que se refere aos países do ERM, pois o trabalho também, abrange países fora da área do Euro):

Tabela (4.3)

Crises no ERM (ranqueadas em ordem de magnitude das crises)

País	Data	"Crise"	% var. e	% var. (i-i*)	% var. (r-r*)
Irlanda	1992.11	18.7	-0,34	2,34	-33,58
Itália	1992.09	18.4	6,00	0,24	-133,9
França	1992.09	14.9	0,21	0,33	-155,58
Espanha	1992.09	10.6	4,68	0,03	-71,33
Dinamarca	1992.09	8.7	0,43	0,15	-90,36
Irlanda	1986.08	7.8	7,41	0,04	-1,4
Bélgica	1982.03	6.4	7,16	-0,13	-1,2
França	1987.01	5.1	1,46	0,15	-31,58
Dinamarca	1979.06	4.8	2,03	0,15	-21,91
Dinamarca	1987.01	4.7	0,37	0,15	-44,29
França	1982.06	4.7	3,83	-0,03	-12,87
Dinamarca	1981.03	4.7	1,77	0,28	-11,63
Itália	1981.10	4.6	4,87	0,07	9,18
Reino Unido	1992.08	4.6	1,69	-0,03	-38,87
Irlanda	1986.01	4.6	1,13	0,32	-14,63
França	1981.05	4.2	1,34	0,27	-12,53
Bélgica	1992.09	4.2	0,19	0,01	-49,18
Itália	1987.01	4.2	1,96	0,11	-18,08
Irlanda	1982.12	4.0	2,2	0,28	1,41

"Crise" definida como $Crise = \%var.e + 7[\%var.(i-i^*)] - 0.08[\%var.(r-r^*)]$, onde e denota preço do DM, i é a taxa de juros de curto prazo, e r é o nível de reservas internacionais, com o (*) denotando variáveis alemãs.

Var.: abreviação de "variação"

Para mais detalhes a respeito, ver Eichengreen, Rose e Wylposz (1994).

Fonte dos dados: International Financial Statistics (cd-rom).

Embora interessantes, os resultados apresentados na tabela acima têm pouco a dizer a respeito da existência ou não de incoerências na política fiscal e no câmbio dos países. A mesma vale, no entanto, para ilustrar a instabilidade cambial numa Europa com paridades cambiais bilaterais fixas, no entanto sem disciplina fiscal (ver tabelas xx e xx). Os resultados do trabalho de onde ela foi extraída mostram que, de fato, houve motivação relacionada aos fundamentos fiscais dos países para os ataques especulativos mencionados na tabela xx, corroborando a intuição dos modelos de primeira geração.

IV. 1. Benefícios e Custos da Coordenação Fiscal – Uma Análise dos Dados.

Como vimos até aqui, os países da EMU conseguiram satisfazer boa parte dos critérios fiscais do Tratado de Maastricht, possibilitando a manutenção do cronograma de lançamento do Euro para o dia 1º de janeiro de 2000. Por ser necessária para estabilizar o câmbio dos países europeus entre outras razões, a coordenação fiscal na Europa também pode ser responsabilizada, de forma ao menos indireta, por resultados internos das economias da EMU. São eles a redução da inflação (pois com a ausência de déficits expressivos menos emissão será necessária por parte dos bancos centrais para financiar os gastos, e, por isso, menos inflação será gerada) e, talvez, a redução do produto e o aumento do desemprego (como visto nos modelos do marco teórico – contração fiscal gerando queda no crescimento do produto, e, conseqüentemente, desemprego). Vejamos o que nos dizem os dados desde que o esforço de contração fiscal se caracterizou, isto é, a partir de 1990.

Tabela (4.4)

Produto Interno Bruto (Índice de Volume; 1995=100)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Austria	91,18	94,3	95,56	96,05	98,34	100	101,98	103,19	106,16	108,51
Alemanha	n.a.	95	97,11	96,1	98,38	100	100,79	102,32	104,5	n.a.
França	95,07	96,08	97,34	96,45	98,18	100	101,08	103	106,34	109,46
Espanha	93,55	95,68	96,33	95,21	97,36	100	102,42	106,04	110,06	114,18
Holanda	90,27	92,28	94,1	94,71	97,71	100	103,12	106,88	110,83	119,56
Bélgica	92,88	94,71	96,2	94,75	97,56	100	100,98	104,55	107,36	110,1
Portugal	92,29	94,45	96,28	94,92	97,16	100	103,19	106,76	110,49	n.a.
Finlândia	101,9	96,96	93,74	92,67	96,33	100	104,01	110,55	116,12	n.a.
Irlanda	79,95	81,44	84,13	86,35	91,32	100	107,73	119,27	129,92	n.a.
Luxemburgo	100	103,1	104,95	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Grécia	100	103,5	103,91	102,96	104,47	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Itália	93,88	95,18	95,91	95,06	97,16	100	100,87	102,36	103,73	105,99

Fonte: International Financial Statistics (cd-rom)

Como se pode observar, o efeito dos últimos desdobramentos na Europa (o esforço em direção à coordenação fiscal obviamente incluído) no que se relaciona ao produto foi diferente país a país. Enquanto a Irlanda, por exemplo, mantém uma taxa de crescimento um pouco mais acentuada nos últimos anos, a Itália e a França apresentam sinais de recessão. O que é importante ressaltar é a aparente ‘normalidade’ dos dados de crescimento: o esforço fiscal parece ainda não ter atingido ao menos a taxa média dos últimos 10 anos de crescimento na Europa, salvo raras exceções. No entanto, para os dois casos extremos citados, podemos observar que a Itália empreendeu um esforço fiscal de grande magnitude, enquanto a Irlanda não precisou de tal medida para ingressar na EMU. Talvez, portanto, estejam refletidos nos dados alguma contribuição do ajuste em prol da coordenação fiscal, principalmente nos países que, ou mexeram muito no sistema fiscal, ou muito pouco.

Tabela (4.5)**Desemprego (% da PEA)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Austria	5,4	5,8	5,9	6,8	6,5	6,58	7,03	7,09	7,18	6,67
Alemanha	n.a.	n.a.	n.a.	9,8	10,6	10,4	11,5	12,7	12,28	11,68
França	8,9	9,4	10,1	11,1	12,4	11,6	12,1	12,3	11,8	n.a.
Espanha	16,3	16,4	18,4	22,73	24,18	22,93	22,23	20,8	18,83	n.a.
Holanda	5	4,5	5,3	6,5	7,6	7	6,6	5,48	4,12	3,19
Bélgica	9,6	10,2	11,2	12,9	13,89	14,09	13,76	13,25	12,57	11,68
Portugal	4,7	4,1	4,15	5,55	6,85	7,15	7,25	6,75	n.a.	n.a.
Finlândia	3,4	7,5	13	17,88	18,39	17,22	16,29	12,64	11,36	10,2
Irlanda	17,2	19	16,3	16,7	15,1	14,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Luxemburgo	1,3	1,4	1,6	2,1	2,8	3,01	3,28	3,58	3,1	2,92
Grécia	7	7,7	8,7	9,7	9,6	10	10,3	10,3	n.a.	n.a.
Itália	11	10,9	11,4	10,2	11,28	11,98	12,1	12,25	n.a.	n.a.

Fonte: Internacional Financial Statistics (cd-rom)

As taxas de desemprego são os dados mais impressionantes no que se relaciona à percepção de um cenário econômico não muito positivo para a Europa. Itália, Grécia e Espanha, três dos países da EMU que empreenderam esforços fiscais de maior magnitude para atender os critérios de Maastricht, possuem taxas de desemprego altíssimas, e o que é pior, essas taxas vêm se mantendo altas já há algum tempo. O agravante aqui, no caso, é o fato de a coordenação fiscal engessar a autonomia dos países para a adoção de políticas anticíclicas, o que impede que alguma coisa se faça para ajustar a situação no curto prazo. Além disso, outros mecanismos do tratado de Maastricht impedem a flutuação do câmbio e a política monetária autônoma, restando pouca margem de manobra, portanto, para os países da EMU.

A atuação das instituições que coordenarão esses desníveis de emprego na Europa ainda é uma incógnita: que peso países como a Espanha e a Grécia terão nas decisões de formulação das políticas econômicas da Europa? Abriria mão a Alemanha de seu conservadorismo econômico para ajudar os países mais fracos, mesmo sob risco de inflação interna?

O problema do desemprego acentuado na Europa parece ser, portanto, a grande interrogação no que tange à formulação de políticas econômicas. Algo se tem feito em termos microeconômicos no entanto (ver capítulo II), parecendo não ser o bastante.

Tabela (4.6)

Índice de Preços ao Consumidor (1995=100)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Austria	85,27	88,11	91,67	94,99	97,8	100	101,84	103,19	104,13	104,71
Alemanha	89,58	92,47	94,65	96,65	98,25	100	102,01	103,23	103,93	104,48
França	89,58	92,47	94,65	96,65	98,25	100	102,01	103,23	103,93	104,48
Espanha	77,75	82,36	87,24	91,23	95,53	100	103,56	105,6	107,54	110,02
Holanda	87,43	90,16	93,04	95,44	98,11	100	102,02	104,22	106,28	108,63
Bélgica	88,62	91,46	93,69	96,27	98,55	100	102,06	103,72	104,71	105,88
Portugal	70,65	78,67	85,71	91,54	96,04	100	103,12	105,35	108,27	110,8
Finlândia	89,81	93,51	95,94	97,96	99,02	100	100,62	101,82	103,24	104,44
Irlanda	88,32	91,14	93,99	95,31	97,55	100	101,69	103,16	105,66	107,39
Luxemburgo	87,14	89,85	92,69	96	98,12	100	101,39	102,78	103,77	104,81
Grécia	52,25	62,43	72,33	82,76	91,8	100	108,2	114,19	119,63	122,78
Itália	78,27	83,2	87,43	91,34	95,02	100	103,97	106,09	108,17	109,96

Fonte: International Financial Statistics (cd-rom)

Como se pode ver, a inflação diminuiu bastante na Europa, principalmente nos últimos anos. Novamente os países que ainda possuem inflação um pouco mais alta são Grécia e Espanha.

Com o desemprego e a relativa estagnação das economias européias, era já de se esperar que a inflação fosse cair a níveis próximos ao da Alemanha, levando em consideração também, logicamente, as taxas de câmbio fixas, que têm como corolário a importação da política monetária extremamente contracionista da Alemanha (exceto na fase da reunificação).

Pode-se então dizer que o controle da inflação e a manutenção dos preços internos à EMU relativamente baixos, foram benefícios da coordenação fiscal.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de integração econômica e de acentuada mobilidade de capitais que caracteriza o cenário econômico contemporâneo traz como uma de suas características mais marcantes a formação de blocos econômicos integrados, como a EMU e o Nafta. Dentro de tais blocos o nível de integração varia bastante, ocasionando diferentes arranjos institucionais que garantem a viabilidade dos acordos de comércio firmados no esteio de tais blocos.

Um caso paradigmático de integração regional é a EMU. Ali se procura instituir uma economia única, com uma moeda única, o Euro, eliminando assim os custos transacionais relativos às conversões (que correspondem a 0,4% do PIB europeu, em grandes linhas). Dessa forma o comércio intra-europeu seria estimulado, não só pela diminuição dos custos transacionais, como também pela ampliação do mercado potencial dos países.

Alguns analistas crêem ter a União Européia pouca racionalidade econômica, devido aos enormes custos que a coordenação de políticas fiscais e monetárias podem trazer aos países mais fracos. No entanto, a centralização fiscal em Bruxelas é a única forma viável de se manter uma moeda única no continente.

O caso da Europa, no entanto, só pode ser avaliado tendo-se em perspectiva o fato de que os países da área do Euro possuem um alto nível de integração comercial. Dessa forma, os custos de se fazer coordenação fiscal são minorados pelos benefícios que o aprofundamento do comércio pode trazer.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALL, Laurence e MANKIW, N. Gregory, “What Do Budget Deficits Do?” (1995).

BLANCHARD, Olivier, “Macroeconomia – Teoria e Política Econômica”. Editora Campus (1999).

BORDO, Michael D. e JONUNG, Lars, “The Future of EMU? What Does the History of Monetary Unions Tell Us?” (1999).

BUITER, Willem H., CORSETTI, Giancarlo e ROUBINI, Nouriel, “Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht” (1992).

DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley, “Macroeconomia”. Makron Books (1991)

EICHENGREEN, Barry, “A Globalização do Capital – Uma História do Sistema Monetário Internacional”. Editora 34 (2000).

EICHENGREEN, Barry, ROSE, Andrew K. e WYPLOSZ, Charles, “Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates? An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System” (1994).

FELDSTEIN, Martin, “Economic Problems of Ireland in Europe” (2001).

_____ “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability” (1997).

HOGEWEG, Gert-Jan, “General Aspects of European Monetary” (1996).

JONES, Erik, “European Monetary Union and the Political Economy of Adjustment” (2000).

KRUGMAN, Paul., “Vendendo Prosperidade – Sensatez e Insensatez Econômica na Era do Conformismo”. Editora Campus (1997).

PENNA, José Osvaldo de Meira, “Globalização, Regionalização e a Nova Ordem Mundial” (2000).