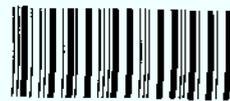


TCC/UNICAMP  
Ar78p  
IE/694



1290000694



IE

TCC/UNICAMP Ar78p



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Monografia:

Política Fiscal e organismos supra nacionais; o caso da União Européia

11/96

Disciplina CE852

Aluna: Manuela Vaz Artigas

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Prado

Banca: Prof. Mário Presser

TCC/UNICAMP  
Ar78p  
IE/694

CEDOC/IE

## Índice

Agradecimentos	p 1
Introdução	2
PARTE I - apresentação	
Primeiro Capítulo	
1. Introdução	4
2. The Golden Age	4
3. A instabilidade nos anos setenta	8
4. O SME	11
4.1 As funções do ECU no SME	12
4.2 Periodização	14
5. Maastricht e a Europa dos anos 90	17
Segundo Capítulo	
1. Introdução	21
2. Rules X discretion	21
2.1. Regras e a determinação política do déficit público	23
2.2 A absorção dos choques adversos	23
3. Os possíveis impactos das modificações no sistema financeiro	24
3.1 Bovenberg e o viés deficitário	26
3.2 A possibilidade de uma crise no sistema financeiro	28
3.3 A rigidez dos critérios e a necessidade de flexibilização	29
4. Os diferentes indicadores da política fiscal	31
4.1 Indicadores para o volume de dívida	32
4.1.1 A eliminação do compromisso para a dívida pública	32
4.1.2 The Golden Rule	33
4.2 Critério de solvência intertemporal	34
4.3 Os indicadores do déficit	35
4.3.1 Tetos para o déficit relativo ao PIB	35
4.3.2 Tetos para o déficit primário relativo ao PIB	36
PARTE II - discussão	
Terceiro Capítulo	
1. Introdução	37
2. Análise dos argumentos	38
2.1 A determinação política do déficit público	38
2.2 A absorção dos choques adversos	38
3. Análise dos argumentos financeiros	40
3.1 As proposições de Bovenberg versus de Grauwe	41
3.2 As possibilidades de uma crise no sistema financeiro	44
4. Análise da forma das regras - critérios para a dívida e para déficit	45
Conclusões	47
Anexo 1	49
Anexo 2	50
Referências bibliográficas	52

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1 - História cronológica da serpente	p 8
Tabela 2 - Evolução dos pesos das moedas no ECU	12
Tabela 3 - Déficit (-) Superávit operacional como percentagem do PIB	16
Tabela 4 - Dívida pública líquida como percentagem do PIB	17
Tabela 5 - Diferenciais de taxa de juro	25
Tabela 6 - Medidas Alternativas da poupança governamental	34

## Agradecimentos

Diversas foram as pessoas que contribuíram direta ou indiretamente para a conclusão deste trabalho. Os amigos através do constante apoio emocional, os professores através do apoio intelectual, a família através do apoio financeiro; aqueles citados a seguir representam uma pequena amostra da constelação de colaboradores.

Aos sempre amigos Cristiane Eisenbraun, Ana Meisel, Mariana Gravina, Vanessa, Ana Cláudia Irias, Cris Ogushi, Thiago Estrada, Patrícia Hodge, Fernanda Aguirre, Thiago Vieira, Cássia Nestler, Rafael, e tantos outros. Aos amigos que partiram da convivência mas permanecem por perto; Eliana, Ana de Arruda, Alexandre Franco de Carvalho, Eric Pineda.

Aos professores que permitiram a formação intelectual necessária pela elaboração deste texto; em especial Sérgio Prado, que encarou sem maiores problemas a possibilidade de me orientar, e Mário Presser, que com sua gentileza avaliou os esforços iniciais.

Ao João e minha mãe, cuidados leitores, sempre atentos aos erros da redação. Ao Danilo pela sua maneira calma de enfrentar meu nervosismo.

Como de costume, eximo estas pessoas de qualquer responsabilidade sobre o trabalho a seguir. Esta recai inteiramente sobre a minha pessoa, sou a única responsável pelo conteúdo desta monografia.

Finalmente, me desculpo por eventuais falhas na interpretação dos textos. Apesar do esforço para tratar de uma bibliografia inteiramente escrita na língua inglesa, pequenos deslizes podem ter ocorrido; acredito, contudo, que estes não serão prejudiciais ao conjunto do trabalho.

Ao Danilo e ao filhote da Mari,  
dois resultados concretos da vida acadêmica

## Introdução

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise da inserção da Política Fiscal na problemática relativa à unificação monetária no ambiente europeu. Procurarei adicionar às discussões já existentes, a evolução da situação fiscal nas últimas décadas neste continente.

O objetivo ao qual se propõem os diversos países membros é de constituir uma forma de organização até agora inédita no cenário internacional: diversos Estados, independentes politicamente, compartilharão a mesma moeda. Ao compartilhar a mesma moeda, compartilharão também a mesma Política Monetária e Cambial, mas não a mesma Política Fiscal, que continuará a ser exercida pelos diversos governos nacionais.

O interesse por esse tema decorre do fato de que ele coloca em cheque certas questões relevantes. Recordo das lições de história européia, as quais afirmavam que um dos eventos anteriores à formação dos estados nacionais era a substituição das diversas moedas cunhadas pelos diferentes feudos por uma moeda nacional única - identidade monetária sempre esteve intrinsecamente ligada à identidade nacional. Da mesma maneira, ao tratarmos de Macroeconomia, jamais supomos que as políticas econômicas abrangem um território diferenciado. Como será a elaboração das curvas IS-LM, demanda agregada, oferta agregada, entre outras, quando esta suposição não for verdadeira? A teoria econômica está parcamente equipada para um evento destas proporções.

O trabalho será dividido em duas partes principais: apresentação e discussão. Na primeira parte - dois capítulos iniciais - será feita a apresentação do tema. O primeiro capítulo é um resumo dos principais eventos que levaram os países europeus a busca de uma maior integração econômica, assim como uma breve explicação da evolução da saúde fiscal neste mesmo período, este capítulo tem como objetivo fornecer ao leitor os pré requisitos necessários para a compreensão das discussões seguintes. O segundo capítulo apresenta as discussões feitas no cenário internacional sobre o tema unificação monetária e Política Fiscal, e, em especial sobre os critérios de convergência fiscal contidos no Tratado de Maastricht (ver Anexo 2). Justamente por ser uma apresentação, as análises e discussões são limitadas, estas estão reservadas para a segunda parte. A segunda parte está dividida em duas, o terceiro capítulo, que contém a análise das discussões apresentadas no segundo capítulo, e as conclusões,

que procuram adicionar a esta análise o quadro da evolução da situação fiscal no continente europeu.

Um leitor que acredite ter conhecimento suficientemente amplo tanto sobre a evolução da unificação econômica européia, como sobre a evolução da situação fiscal, pode dirigir-se diretamente à leitura do segundo capítulo. Este, entretanto, dificilmente poderá ser evitado, uma vez que trata de assunto não divulgado pela literatura especializada nacional e esparso na literatura internacional - exceção a determinadas publicações européias e norte-americanas.

Espero que o leitor tenha a mesma satisfação ao ler este texto do que a que tive ao elaborá-lo.

## PARTE I - APRESENTAÇÃO

## **Primeiro Capítulo**

### **1. Introdução**

Neste capítulo inicial procurarei explorar os fatos ocorridos ao longo da segunda metade do século XX que levam a Europa em direção a uma maior integração econômica e política. Uma vez que o objetivo deste trabalho não é tratar tão somente da integração europeia, tema este que por si só já permitiria um trabalho completo, procurarei ater-me aos fatos mais relevantes, deixando claro, sempre que possível, o posicionamento da Política Fiscal nesta integração.

Os capítulos que se seguirão contém o cerne do problema que procuro tratar, qual seja, a problemática fiscal no contexto da criação da moeda única e suas interrelações. Desta forma, coloco o presente capítulo como uma tentativa de tornar o leitor minimamente informado sobre os acontecimentos recentes.

A estruturação das sessões segue a ordem cronológica dos eventos ocorridos no ambiente europeu. Iniciamos, na primeira sessão, com uma análise do período do pós guerra até o início da década de setenta - o período de vigência de Bretton Woods. Posteriormente trato da década de setenta até a instauração do SME, o qual é tratado na terceira sessão. A década de noventa é tratada no quarto item, onde é enfatizado o tratado de Maastricht. Termina com um breve resumo das questões a serem tratadas no próximo capítulo do trabalho.

### **2. *The Golden Age***

O período que se estende do final da Segunda Guerra Mundial até o final da década de sessenta é conhecido na literatura como a idade de ouro - *Golden Age* - do capitalismo. Nunca vira o mundo tamanho crescimento e nas proporções observadas. Hobsbawn (1994) nota que a produção mundial de manufaturas quadruplicou no período. Como dizia o slogan de um candidato conservador inglês, "You've never had it so good". Os europeus, no entanto, tinham clara a memória da guerra, a reconstrução e o aprofundamento das relações internacionais serviriam assim como forma de alcançar a paz duradoura.

No período imediatamente posterior ao final da Segunda Guerra Mundial, os países europeus enfrentavam grandes dificuldades. Durante a Guerra haviam perdido

grande parte de suas plantas industriais e sofriam com a escassez de divisas (o chamado "dollar gap"); o comércio era feito então, principalmente, a partir de acordos bilaterais, através dos quais os países preservavam suas parcas reservas. A frustrada experiência britânica de 1947, mostrou que um país não poderia restabelecer unilateralmente a sua conversibilidade, sob pena de ver seus portos inundados de produtos de países ávidos por moeda conversível. A conversibilidade só seria alcançada através de uma atitude conjunta.

Tendo em vista esta perspectiva, é criada em 1950 a União Européia de Pagamentos (EPU, *European Payment Union*). Dela faziam parte os dezoito membros da então OEEC (*Organization for European Economic Cooperation* - que posteriormente, com a ampliação do número de países membros, se tornaria a OCDE) criada em 1948. Se somarmos a estes dezoito membros as antigas colônias francesas e britânicas, as chamadas áreas do franco francês e da libra esterlina, vemos que a EPU cobria grande parte do território e do comércio mundial. As exportações da área para o resto do mundo cresciam mais rapidamente que as importações, de modo que, no final de 1958, a EPU é dissolvida e as diferentes moedas se tornam conversíveis.

É somente neste momento que os países europeus passam a pertencer ao chamado sistema de Bretton Woods - que assumiu, na prática, um padrão ouro-dólar. Dentro deste sistema era permitido à moeda de cada país uma flutuação de 1% (para mais ou para menos) em relação ao dólar, que, como única moeda totalmente conversível ao ouro, funcionava também como eixo central; mudanças nas paridades declaradas só poderiam ocorrer no caso de "fundamental disequilibrium". Uma flutuação permitida de 1% em relação ao dólar significa que a flutuação máxima entre as moedas européias (ou qualquer duas moedas diferentes do dólar) era 4%, caso estas troquem de posição, partindo do limite inferior para o superior de flutuação permitido. Os países europeus decidem reduzir a margem de flutuação em relação ao dólar para 0,75% - o que permite uma variação máxima de 3% entre as moedas européias - devido à importância e ao volume dos fluxos de comércio no continente e os indesejados efeitos que a alteração de paridades causa sobre ele.

O final da década dos cinquenta também marca o surgimento de duas importantes instituições; a EFTA (*European Free Trade Association*), contando com a participação de sete países liderados pelo Reino Unido, e a CEE (Comunidade Econômica Européia, a denominação CE - Comunidade Européia passaria a ser utilizada a partir de 1967) com seis países que anteriormente constituíam a

Comunidade do Carvão e do Aço, a União Européia de Defesa e a Euratom (grupo para a produção de energia atômica).

A CEE surge com a assinatura do Tratado de Roma por Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Alemanha, França e Itália. O objetivo deste Tratado e da formação da comunidade era a criação de um mercado comum com livre circulação de pessoas, serviços, mercadorias e capitais. Deste modo, barreiras alfandegárias, controles de capital e tarifas seriam eliminados, dando início a um processo de integração do tipo negativo (um processo por eliminação de regras). A presença da ideologia liberal neste tratado é ressaltada por Stuart Holland (HOLLAND 1981).

É importante notar que no Tratado de Roma não há nenhum tratamento específico sobre a questão monetária; dada a participação dos países europeus em Bretton Woods - sistema monetário internacional com taxas de câmbio fixas - já havia uma união monetária de fato. Somente no final dos anos sessenta, quando a CE já havia completado a união alfandegária, antes do prazo, surgem as primeiras discussões para a implantação da moeda única; parecia tempo propício para um avanço, uma moeda única facilitaria as transações e asseguraria o funcionamento do mercado comum. Dentro deste quadro é elaborado o Werner Plan, primeira proposta concreta para viabilizar a integração monetária.

Pierre Werner, então primeiro ministro de Luxemburgo, produz um *report* no qual os países europeus passariam por três diferentes estágios, reduzindo a margem de flutuação entre as moedas, até alcançar a conversibilidade total e irreversível entre elas, com paridades fixas e irrevogáveis e plena liberalização dos movimentos de capital no ano de 1980. O *report* é vago em diversos aspectos, não explica como se daria a criação da autoridade monetária central, como seria alcançada a convergência e como a inflação seria reduzida. Apresentava, entretanto, a necessidade de criar uma autoridade em nível comunitário que controlasse a política orçamentária e decidisse sobre a variação na magnitude dos orçamentos e suas formas de financiamento. Esta autoridade teria em suas mãos, por exemplo, o poder de impor aos estados membros mudanças nas suas políticas orçamentárias e poderia influenciar a execução da política fiscal, requisitando alterações em instrumentos de despesa e receita, notadamente em impostos sobre valor agregado (VAT - *value added tax*). Ao final do terceiro e último estágio de transição, esta autoridade poderia tomar para si a plena capacidade de execução das políticas orçamentárias. Esta forma do *report* reflete, em parte a situação em que se encontrava o desenvolvimento teórico da Macroeconomia

moderna: a Política Monetária era vista como um instrumento fraco de estabilização; sobre a política fiscal recaía a responsabilidade de ampliar a atividade econômica e reduzir os níveis de desemprego.

Em 1970, tem início o primeiro estágio do plano, que seria completado em 1973, a conhecida "serpente no túnel" - mecanismo cambial que procurava dar estabilidade às diferentes taxas de câmbio e reduzir progressivamente as margens de flutuação. Inicialmente, era permitida uma flutuação máxima de 2,25% em relação ao dólar e de 4,5% entre as moedas européias.

A prosperidade econômica, os avanços na unificação, as baixas taxas de desemprego e os níveis de preços estáveis são acompanhados de um quadro também extremamente positivo no aspecto fiscal. Em todo o período do pós guerra, é possível notar uma ampliação da intervenção estatal. O Estado lança mão de intervenções discricionárias, o predomínio das idéias keynesianas coloca a política fiscal como principal mecanismo ativador da economia e meio preferencial de superar as limitações do mercado como agente regulador. A ampliação dos níveis de tributação levam a um crescimento estável e constante das receitas, o que permite uma ampliação constante dos benefícios, construindo o chamado Estado de Bem Estar. Os mecanismos de proteção são ampliados, aposentadorias, salários desemprego, assistência médica generalizada e gratuita, entre outros. O volume de receitas permite arcar com este tipo de gastos, mantendo os níveis de endividamento e de déficit muito baixos. O Estado, através de sua intervenção, acumula grande volume de estoques de ativos produtivos rentáveis e líquidos.

No final da década de sessenta, contudo, este ambiente de prosperidade já dava seus sinais de esgotamento. O crescimento atingira seus limites, era o fim de um longo ciclo de crescimento. Os volumosos déficits comerciais norte americanos e a especulação em relação às moedas minavam as bases do Sistema Monetário Internacional. A realidade que os países desenvolvidos enfrentariam na década seguinte seria muito diferente desta aqui exposta.

### 3. A instabilidade nos anos setenta

Os eventos do início da década de setenta, a crise de Bretton Woods, o fim do padrão ouro-dólar e o primeiro choque do petróleo impediram a continuidade do Plano que almejava a criação de uma moeda única no ambiente europeu. Este, elaborado supondo a manutenção da realidade anterior, mostrou-se incapaz de sobreviver à crise. Frente às dificuldades, os países permitiram a flutuação das taxas de câmbio e impuseram controles de capital, ignorando os acordos assinados (TSOUKALIS 1977). O desempenho da serpente como mecanismo de estabilidade cambial foi muito limitado, os resultados foram muito diferentes do esperado, os países retiraram-se do sistema inúmeras vezes, ocorrendo diversos ajustes de paridade (ver tabela 1). A convergência entre os diversos países não foi alcançada.

Tabela 1 - História cronológica da serpente

1972

24 de abril	As decisões do acordo de Basel entram em funcionamento. Participantes: Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda.
1 de maio	Reino Unido e Dinamarca aderem.
23 de maio	Noruega se associa.
23 de junho	O Reino Unido se retira.
27 de junho	A Dinamarca se retira.
10 de outubro	A Dinamarca retorna.

1973

13 de fevereiro	A Itália se retira.
19 de março	Transição para a flutuação conjunta. Intervenção para manter margens fixas em relação ao dólar ("túnel") são interrompidas.
19 de março	Suécia se associa.
19 de março	O DM é valorizado em 3%.
3 de abril	Estabelecimento do fundo de cooperação monetária europeu.
29 de junho	O DM é valorizado em 5,5%.
17 de setembro	O Florim holandês é valorizado em 5%.

16 de novembro	A Coroa norueguesa é valorizada em 5%.
----------------	--

1974

19 de janeiro	A França se retira.
---------------	---------------------

1975

10 de julho	A França retorna.
-------------	-------------------

1976

15 de março	A França se retira novamente.
17 de outubro	Acordo para ajuste de paridades (alinhamento de Frankfurt): a Coroa dinamarquesa foi desvalorizada em 6%, o Florim holandês e o Franco belga em 2%, e as Coroas norueguesa e sueca em 3%.

1977

1 de abril	A Coroa sueca é desvalorizada em 6% e as Coroas dinamarquesa e norueguesa em 3%.
28 de agosto	A Suécia se retira, as Coroas dinamarquesas e norueguesas são desvalorizadas em 5%.

1978

13 de fevereiro	A Coroa norueguesa é desvalorizada em 8%
17 de outubro	O DM é valorizado em 4%, o Florim holandês e o Franco belga em 2%.
12 de dezembro	A Noruega anuncia sua decisão de se retirar.

1979

13 de março	Entra em operação o SME.
-------------	--------------------------

Fonte: GROS (1992)

No ano de 1973, devido as pressões especulativas em relação ao dólar e conseqüente desvalorizações, a serpente "sai do túnel" e a flutuação conjunta em relação ao dólar é abandonada. É possível perceber, através da leitura da tabela, que a permanência de fato no mecanismo cambial se restringe aos países que mantêm fortes

relações comerciais com a Alemanha: Bélgica, Holanda, Luxemburgo e Dinamarca. Motivo este pelo qual muitos autores consideram a serpente como uma "DM zone".

A situação fiscal não se diferencia das demais, o desequilíbrio nas taxas de câmbio é acompanhado por desequilíbrios na área fiscal e a década dos setenta marca o surgimento de uma série de problemas ainda presentes na realidade europeia. A crise fiscal sem precedentes explicita elementos da fiscalidade contemporânea, a rigidez das transferências sociais somada à resistência na ampliação da carga tributária força aos limites as possibilidades de utilização dos instrumentos fiscais disponíveis, levando a um processo de ampliação do endividamento (PRADO 1995). A Política Fiscal aparece como incapaz de realizar parte daquelas funções que anteriormente lhe eram atribuídas, o uso constante de políticas fiscais discricionárias mostra a irrealidade da existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego ( a chamada curva de Philipps - ver Anexo 1), situações de instabilidade no nível de preços, apesar das tentativas de estabilização, persistem durante quase todo este período. A política fiscal tem minada a sua supremacia como principal instrumento de estabilização econômica.

Em virtude dos desequilíbrios expostos os países da OCDE apresentam déficit público crescente nos anos seguintes a primeira crise do petróleo de 1973, as tentativas de voltar a níveis anteriores não são bem sucedidas e os impactos da crise energética só agravam o problema. Chouraqui (1985) aponta as causas principais para a ampliação do endividamento nos países pertencentes à OCDE neste período. Inicialmente, temos os efeitos deletérios da queda do nível de atividade sobre as contas públicas - os chamados estabilizadores automáticos - a redução da renda leva a uma redução das receitas governamentais, os gastos são em grande parte rígidos a variações na renda, conseqüentemente amplia-se o déficit público. A elevação da inflação e da taxa de juros nominal levam a uma ampliação do volume de pagamentos referentes ao serviço da dívida. A inflação também é prejudicial para as contas públicas, no sentido de que há adaptação mais veloz dos gastos do que das receitas a esta (as transferências e salários do funcionalismo são indexados). As tentativas de retomada das atividades internas, a chamada política fiscal "ativa", são outro componente que aumentam o gasto, porém em menor magnitude. É possível detectar a utilização de políticas discricionárias nos biênios de 1973/1974 e 1978/1979. O alcance destas tentativas lança dúvidas sobre a eficácia da política fiscal expansiva

como elemento ativador da economia e como mecanismo para reduzir as taxas de desemprego.

A década dos setenta marca um período conturbado, e muitas vezes obscuro, nos desenvolvimentos da economia mundial. No ambiente europeu, seu término marca o início de um novo período nos dois aspectos que aqui nos interessam. Em 1979 entra em funcionamento o chamado Sistema Monetário Europeu (SME) e no mesmo ano, tem início um período de consolidação das contas públicas.

#### **4. O SME**

As negociações para o estabelecimento do SME ocorrem ao longo do ano de 1978, a partir de uma proposta conjunta dos chefes de Estado de França e da Alemanha. O primeiro *round* de discussões para o seu estabelecimento, ocorrido na cidade alemã de Bremen, já determina quais seriam as características desejadas para o SME: ser uma zona de estabilidade monetária, com um esquema durável e efetivo (no mínimo tão rígido quanto a serpente), dar a possibilidade de países não pertencentes à serpente optarem por margens maiores de flutuação e, finalmente, seria criada uma cesta de moedas, o ECU (European Currency Unity), que desempenharia uma série de funções no sistema.

Em março de 1979, depois de um segundo encontro na cidade belga de Bruxelas, o SME entra em funcionamento. Pode ser descrito como um sistema de taxas de câmbio fixas porém ajustáveis, cujo principal objetivo seria fomentar a convergência econômica e a estabilidade monetária entre os países membros. Para isto monta-se um complexo sistema com bandas de flutuação, mecanismos de ajuda de curto, médio e longo prazo.

#### 4.1 As funções do ECU no SME

O ECU é uma cesta de moedas, composta por todas as moedas comunitárias, de acordo com o peso econômico de cada um dos Estados membros. A mudança no peso das diferentes moedas no ECU pode ser alterado de duas maneiras; na revisão quinquenal (ou mediante pedidos), quando o peso - a importância econômica de um país - de uma das moedas que compõe a cesta se alterar em 25% ou quando ocorre a introdução de uma nova moeda no caso da entrada de um novo país na Comunidade. A alteração é feita baseada em critérios econômicos objetivos. Na revisão de 1984, por exemplo, utilizou-se como critério a participação de cada país no PIB comunitário, bem como a no comércio intracomunitário. Quando da alteração dos pesos, é necessário que, no dia da revisão, o valor calculado do ECU segundo a nova composição corresponda ao valor calculado com a antiga cesta. A composição do ECU ao longo do tempo pode ser observada na tabela 2.

Tabela 2 - Evolução dos pesos das moedas no ECU

Período	março de 1979	março de 1981	março de 1983	setembr de 1984	julho de 1985	abril de 1986	janeiro de 1987	janeiro de 1990
BFR/LFR	9.5	9.3	8.57	8.57	8.59	8.81	9.07	8.14
DKR	3.0	2.8	2.7	2.69	2.69	2.77	2.79	2.53
DM	33.0	32.5	37.38	32.07	32.12	33.62	34.93	30.53
DR	-	-	-	1.31	1.14	0.85	0.76	0.77
ESC	-	-	-	-	-	-	-	0.78
FF	19.8	19.2	16.93	19.06	19.09	18.81	18.97	19.43
HFL	10.5	10.2	11.46	10.13	10.15	10.63	11.04	9.54
IRL	1.1	1.1	1.06	1.2	1.2	1.22	1.13	1.12
LIT	9.5	8.6	7.86	9.98	9.21	9.36	9.44	9.92
PTA	-	-	-	-	-	-	-	5.18
UKL	13.6	16.3	14.05	14.98	15.83	13.93	11.87	12.06

OBS: Grécia só passa a compor a cesta em 1984 e Portugal e Espanha na revisão de 1989.

Fonte: Comissão das Comunidades Européias (1987 e 1991)

O ECU, a partir de suas cotação centrais, funciona como numerário para as transações intracomunitárias. Através da cotação central, chega-se às cotações bilaterais entre as moedas participantes, com base nas quais são estabelecidos limites de flutuação permitidos para as diferentes moedas. Estas podem se afastar em, no máximo, 2,25% (para mais ou para menos) - os países que não faziam parte da serpente tinham a possibilidade de optar por uma faixa mais larga de flutuação permitida de 6% (como no caso da Itália).

Quando uma moeda atinge 75% da sua flutuação máxima permitida (ponderado pela sua participação no ECU), soa o chamado "indicador de divergência". Gera-se então o pressuposto de que o país em causa tomará as disposições convenientes para evitar que sua moeda ultrapasse os limites de divergência. Ao desempenhar o papel de base para o indicador de divergência, o ECU obriga os Estados membros a submeterem-se a uma disciplina econômica e monetária. É importante notar que a atuação de fato deste mecanismo tem sido extremamente limitada.

Outra função do ECU é servir como mecanismo de intervenção nos mercados de câmbio. Quando os limites permitidos de flutuação são atingidos ou quando soa o indicador de divergência, os bancos centrais entram comprando/vendendo a divisa forte; em último caso, quando não dispuserem destas, obtém créditos expressos em ECU (o juro neste caso também é expresso em ECU). Isto permite repartir entre tomador e devedor o risco de câmbio ligado a estes créditos, o qual anteriormente era totalmente suportado pelo devedor.

Finalmente, o ECU atua como um ativo de reserva. Desde a entrada em vigor do SME, os Estados membros concedem ao Fundo Europeu de Cooperação Monetária 20% de suas reservas em ouro e 20% de suas reservas em dólar. Em contrapartida, são creditados pelo fundo em ativos de reservas em ECU. Estes depósitos se fazem sob a forma de *swaps* renováveis a cada três meses, porém, materialmente, os bancos centrais ainda mantêm estes recursos

Recentemente é possível observar uma ampliação do uso privado do ECU, tais como em cheques de viagens, empréstimos e depósitos bancários. A utilização do ECU oferece diversas vantagens aos agentes privados: por ser uma cesta de moedas, a taxa de juros em ECU é quase igual à média ponderada das taxas de juros dos diversos países comunitários; além disso, o mecanismo de câmbio do SME mantém,

em limites previamente restritos, as flutuações entre as diferentes moedas que nele participam.

#### 4.2 Periodização

O desempenho do SME é diferenciado conforme avançamos em direção à década de noventa. Sua performance pode ser dividida em três fases distintas de acordo com a frequência em que ocorrem realinhamentos de paridade. A partir da sua implementação até 1983 (primeiros quatro anos), podemos observar um período turbulento: os realinhamentos de paridade ocorrem em média uma vez a cada oito meses, a ocorrência dos ajustamentos cai consideravelmente no segundo período, que termina em janeiro de 1987, quando tem início o terceiro período, onde há estabilidade das paridades, ocorrendo durante quatro anos somente um reajuste - da lira italiana.

Em 1979, quando entra em funcionamento o SME, ocorre o segundo choque do petróleo e os países europeus, dependentes de importações deste produto, vêem o conjunto dos preços se elevarem - não só as taxas de inflação se ampliam como também a sua dispersão entre os diversos países - e uma piora nas contas correntes dos seus balanços de pagamentos. Soma-se ao choque nos preços energéticos a política monetária restritiva iniciada nos EUA, a qual leva à valorização do dólar e uma enorme elevação das taxas de juros naquele país, obrigando os países europeus a elevarem as taxas de juros internas, arcando com a queda do nível de atividade interna. Os gastos com o serviço da dívida, a qual se ampliara na década anterior devido aos recorrentes déficits orçamentários, crescem expressivamente neste período; porém, o impacto sobre as contas públicas tem uma magnitude inferior ao que se poderia imaginar, porque os países conseguem ampliar a carga tributária (OXLEY 1991).

Como resultado da turbulência internacional, ocorrem sete ajustes de paridade das moedas pertencentes ao SME, os quais diversas vezes procuram acomodar os diferenciais das taxas de inflação. Apesar da aparente instabilidade, o SME mostra grandes avanços em relação ao sistema anterior: não ocorre nenhuma retirada e não são tomadas medidas unilaterais. Ao final deste período inicial, vemos uma valorização das moedas italiana e irlandesa e uma desvalorização das moedas

holandesa, dinamarquesa e belga (estes países apresentavam déficits de conta corrente e problemas de competitividade).

A segunda fase do SME se estende de março de 1983 a janeiro de 1987 e tem um desempenho extremamente diferenciado da fase anterior: após o ajuste de março de 1983, temos um período de 28 meses de estabilidade. Há maior convergência das taxas de inflação, cai a inflação média e também o seu desvio padrão. A desinflação é resultado de um aperto gradual nas políticas fiscais, (a média dos déficits é de somente 2% do PIB neste período). Entretanto, as taxas de juro reais (calculadas através da inflação *ex post*) permanecem elevadas. Durante este segundo período, no início de 1986, ocorre a primeira conferência intergovernamental, quando é assinado o *Single European Act* - Ata Única Européia - que buscava uma maior união dos mercados, com a eliminação de barreiras ainda existentes, a ser atingida no final de 1992.

A terceira fase e última fase - que tem início em janeiro de 1987- marca um SME sem realinhamentos (com a exceção de um realinhamento técnico da lira italiana). O desempenho é conseguido mesmo com a entrada da peseta espanhola e da libra esterlina. Tal estabilidade decorre da ampliação do grau de convergência, da coordenação monetária e da utilização de um maior leque de mecanismos de defesa do câmbio. As taxas de inflação média diminuem, caindo também a sua variância. É importante notar que as paridades se mantiveram constantes apesar das diferenças fundamentais entre as economias. A taxa de juros é usada em diversas ocasiões como mecanismo para a estabilidade do câmbio, sem que os problemas fundamentais sejam atacados e maior convergência atingida. A prosperidade deste período é em grande parte responsável pelo ressurgimento das discussões sobre a unificação monetária, que culminariam com a elaboração do tratado de Maastricht no final de 1991. Se, por um lado, a queda no nível de atividade, principalmente a partir de 1989, não causa maiores impactos sobre a estabilidade do câmbio, o mesmo não pode ser dito sobre as contas públicas.

Os anos que se seguiram a 1989 foram marcados por um pequeno crescimento das receitas orçamentárias - bastante inferior àquele que fora notado no período anterior de recuperação. Entretanto, tal fato não pode ser creditado unicamente ao pequeno crescimento econômico; outros fatores relevantes, tais como a entrada de governos conservadores, contrários à ampliação da influência do Estado sobre a atividade econômica, e um possível crescimento da economia informal devem ser

considerados. Como consequência de tal mudança no perfil dos dirigentes é até mesmo possível perceber, em alguns países, uma queda da arrecadação ajustada pelo ciclo. Os gastos, na outra ponta, crescem expressivamente e generalizadamente; os salários do funcionalismo, que cresceram abaixo da inflação na fase anterior recuperam as perdas, as transferências se ampliam e, em alguns casos, os gastos com saúde.

É importante notar que, se o SME colocava como um de seus principais objetivos fomentar a convergência econômica, os avanços neste sentido são limitados ao âmbito monetário - notadamente redução nas taxas de inflação e na sua variância. No campo fiscal, a convergência não é alcançada, persistem grandes desequilíbrio fiscais, que até mesmo se ampliam - como pode ser observado nas tabelas 3 e 4 (IMF 1988 e IMF 1989).

A evolução do déficit na década de oitenta só vem a piorar a situação das contas públicas, que já apresentavam desequilíbrios na década anterior. Os países se vêem com pequeno espaço para ativar a economia com estímulos fiscais (o período de ataque e descrédito pelo qual passou a Política Fiscal impede até mesmo que a hipótese de executar uma política deste tipo seja cogitada). A ampliação do déficit agrava este quadro, a política fiscal ativa pode levar ao crescimento da dívida pública a níveis insustentáveis, principalmente quando se considera a possibilidade de reações adversas do mercado financeiro. Este é o quadro da economia europeia no início da década de noventa. Graves desequilíbrios fiscais, dificuldade, ou mesmo impossibilidade de utilizar a política fiscal como mecanismo ativador da economia, e perspectivas de criar uma moeda única no ambiente europeu.

Tabela 3 - Déficit (-) Superávit operacional como percentagem do PIB

anos	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Alemanha	-2.4	-2.6	-2.9	-3.7	-3.3	-2.5	-1.9	-1.1	-1.3	-1.9	-2.2	0.1	-2.1	-3.2	-2.6	-4.0
França	-2.1	-0.8	0.0	-1.9	-2.8	-3.2	-2.8	-2.9	-2.7	-1.9	-1.7	-1.3	-1.5	-2.1	-3.9	-6.0
Itália	-10.4	-10.2	-8.6	-11.6	-11.3	-10.7	-11.6	-12.6	-11.6	-11.0	-10.7	-9.9	-10.9	-10.2	-9.5	-9.7
Inglaterra	-4.4	-3.3	-3.4	-2.6	-2.5	-3.3	-3.9	-2.9	-2.4	-1.3	1.0	0.9	-1.3	-2.7	-6.2	-8.2
Bélgica	-6.7	-7.4	-9.2	-13.1	-11.2	-11.6	-9.4	-8.8	-9.1	-7.3	-6.5	-6.4	-5.7	-6.5	-6.8	-7.0
Dinamarca	-0.4	-1.7	-3.3	-6.9	-9.1	-7.2	-4.1	-2.0	3.4	2.4	0.6	-0.5	-1.5	-2.2	-2.5	-4.3
Grécia	-1.7	-2.5	-2.9	-10.2	-7.7	-8.6	-10.1	-14.0	-12.5	-11.7	-13.7	-16.6	-18.1	-14.4	-11.1	-14.8
Irlanda	-8.6	-10.2	-11.4	-12.3	-12.6	-10.7	-8.8	-10.1	-10.0	-7.8	-3.8	-1.0	-1.5	-1.4	-2.6	-3.2
Holanda	-2.5	-3.6	-3.9	-5.1	-6.6	-5.9	-5.9	-3.9	-3.7	-5.1	-4.2	-4.7	-5.1	-2.6	-3.5	-4.1
Portugal	-6.9	-6.3	5.5	-10.6	-7.6	-10.1	-7.0	-7.4	-6.4	-7.3	-5.4	-3.1	-5.3	-6.0	-4.6	-8.2
Espanha	-2.0	-1.8	-2.2	-3.7	-5.4	-4.6	-5.2	-6.9	-6.0	-3.1	-3.3	-2.8	-3.9	-5.0	-4.5	-7.2

Fonte: Leibfritz (1994)

Tabela 4 - Dívida pública líquida como percentagem do PIB

anos	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Alemanha	9.4	11.6	12.8	16.1	18.8	20.5	21.3	21.8	22.1	23.2	24.2	22.7	22.8	23.1	24.1	27.5
França	13.1	13.8	14.3	14.2	17.8	20.0	21.1	22.9	25.5	24.5	24.7	24.8	25.0	27.1	30.0	35.6
Itália	57.4	56.0	53.9	57.2	63.7	69.2	74.9	81.9	86.0	95.0	92.9	96.1	99.0	102.7	106.7	112.7
Inglaterra	52.3	47.8	47.0	46.3	45.5	45.5	47.1	45.8	44.7	42.0	35.3	30.1	28.5	30.0	35.1	41.9
Bélgica	56.8	62.0	69.3	83.5	92.6	103.7	104.8	111.9	116.4	120.9	122.2	119.7	119.4	121.3	123.4	129.0
Dinamarca	-2.2	1.8	7.3	16.6	26.4	33.3	36.8	34.4	28.5	25.6	26.8	26.1	26.5	27.7	29.4	33.3
Holanda	19.6	21.3	24.4	26.7	30.5	35.7	38.9	41.5	44.4	50.0	53.0	54.9	55.9	55.9	57.2	59.8
Espanha	3.5	5.8	6.1	9.2	13.0	17.9	22.5	27.5	30.2	31.8	31.4	30.8	31.6	33.9	36.0	42.0

Obs: Esta Tabela não contém os dados referentes a Portugal, Grécia, Irlanda e Luxemburgo.

Fonte: Leibfritz (1994)

Obs: para uma explicação esquematizada da periodização do SME, do andamento das contas públicas e a teoria sobre a P. F. ver Anexo 1

## 5. Maastricht e a Europa dos anos noventa

A retomada das discussões para a criação de uma moeda única, que culminariam na assinatura do tratado de Maastricht no início de 1992, tem início em 1988. No mês de junho deste ano, o Conselho Europeu confirma o objetivo da realização progressiva da união econômica e monetária (EMU, *Economic and Monetary Unity*), e o então presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, é incumbido de estudar e propor etapas concretas que levariam à União. No ano seguinte, o Conselho Europeu decide acatar o *report* elaborado por Delors: a primeira etapa do mesmo teria início no primeiro dia do mês de julho de 1990 e, finalmente, haveria uma conferência intergovernamental para decidir sobre o assunto. Na cidade de Roma, em dezembro de 1990, tem lugar a conferência que ficara decidida no ano anterior e começa então uma etapa de febril atividade para decidir os detalhes da unificação. Chegamos finalmente à reunião de chefes de Estado e de governo comunitários na cidade de Maastricht. Ali são discutidos os detalhes finais, tais como a cláusula de *opt-out* inglesa e a realização de um plebiscito para sua ratificação na Dinamarca, chegando a um acordo definitivo em torno dos aspectos essenciais da moeda única e suas instituições, que seria assinado no início de 1992.

O Tratado, considerado como uma revisão do Tratado de Roma - daí se extrai uma noção de sua importância - contém um compromisso definitivo dos países

membros de realizar a união econômica e monetária, em 1999, após uma etapa de transição de sete anos, entre os países que reúnem as condições desejadas. Por condições desejadas entende-se uma série de prazos e os chamados "quatro critérios de convergência nominal" e dois adendos (veja anexo 1). Estes determinam que os países participantes do EMU deverão ter: uma taxa de inflação no máximo 1,5 pontos maior do que a média das três taxas de inflação mais baixas entre os países comunitários, uma taxa de juros no máximo 2 pontos maior do que a média das três taxas de juros mais baixas entre os países com maior estabilidade de preços, uma permanência mínima de dois anos na banda estreita (2,25%) do SME sem ajustes graves, ter um déficit público de, no máximo, 3% do PIB e uma dívida pública máxima equivalente a 60% do PIB. Adicionalmente, não recorrer a financiamentos diretos através do Banco Central e ter alcançado a harmonização da taxação indireta necessária para o bom funcionamento do mercado interno. Os países que reunissem estas condições desejadas passariam para a terceira e última fase, quando as moedas nacionais seriam eliminadas, entrando em seu lugar a moeda única, e os bancos centrais locais substituídos pelo Banco Central Europeu. Vemos então que a convergência econômica nominal entre os Estados comunitários é a condição principal para a participação na Europa Unificada.

Diversas são as críticas que surgem aos critérios de convergência uma vez assinado o tratado. Estes seriam prejudiciais à soberania nacional, seriam rígidos demais, de difícil implantação em um momento de desaceleração econômica, podendo ter efeitos restritivos. Outros afirmam que a convergência real - tendo como principal indicador o PIB per capita - seria relegada a um segundo plano, e a convergência nominal, ainda que necessária, não seria suficiente para atingir a convergência real. Finalmente, as atuais diferenças entre as diversas regiões, que se agravam conforme nos afastamos dos países centrais em direção aos periféricos, obrigariam um maior esforço de adequação dos países menos prósperos, dando origem a chamada *two-speed Europe*; estes, ou teriam que fazer um grande esforço para atingir a convergência nominal a fim de participarem da União em 1999, ou só fariam parte da mesma em um momento posterior, juntando-se aos países centrais, conforme conseguissem alcançar os critérios estabelecidos.

Um leitor mais atento pode ter voltado as tabelas 3 e 4 e percebido que, no que se refere ao critério de convergência que diz respeito as finanças públicas, muitos países se encontram longe das metas estabelecidas. Perceberá também que a Política

Fiscal como mecanismo ativador da economia atinge seu ponto máximo de descrédito na década de noventa com a assinatura do Tratado de Maastricht - depois de passar pelo seu auge na década de sessenta, sofrer fortes impactos negativos (tanto no campo da prática como da teoria) durante as décadas de setenta e oitenta. Neste momento, a Política Fiscal é destituída completamente de seu *status* de política econômica, de mecanismo para a execução de política, e se torna um alvo, passa de instrumento para objetivo.

No capítulo seguinte faremos a análise dos critérios de convergência relativos ao déficit e a dívida pública, quando serão colocadas as diferentes posições a seu respeito.

Ironicamente, se fora a estabilidade no SME que dera a origem as discussões para o estabelecimento da moeda única, uma vez assinado o Tratado ocorrem, no ano de 1992, os primeiros ajustes de paridades, depois de um longo período de estabilidade (o último ocorrera em janeiro de 1987), causados por uma especulação sem precedentes. Em cinco de setembro, a lira é desvalorizada em sete pontos, onze dias depois a libra esterlina e a lira italiana abandonam o sistema, a peseta é desvalorizada e retorna a ser desvalorizada em novembro, juntamente com o escudo. Diversas são as causas que explicam este início turbulento do processo de unificação; o plebiscito dinamarquês tivera, contrariando expectativas, um resultado negativo; o mercado apontava para um último ajuste de paridades e, devido em parte ao próprio Tratado, passara a dar maior ênfase aos *fundamentals* das diversas economias. Finalmente, temos a elevação nas taxas de juros na Alemanha, medida tomada pelo Bundesbank face à ampliação nos gastos do governo com o processo de unificação alemã.

## 5. Breve resumo dos próximos temas

Durante as sessões anteriores citei, em alguns momentos, alguns dos desenvolvimentos futuros que pretendo fazer. Como já foi afirmado na introdução o objetivo deste capítulo inicial do trabalho é tão somente deixar o leitor minimamente informado sobre os desenvolvimentos no ambiente europeu no sentido de alcançar uma maior integração. A parte principal do trabalho, qual seja, as interrelações existentes entre o processo de unificação e a gestão da política fiscal será feito nos capítulos posteriores.

Procurarei mostrar como a vigência de uma moeda única e de um mercado de capitais unificado dão margem ao aparecimento de *free riders*, aqueles que se beneficiam de taxas de juros menores ampliando o seu endividamento, os quais podem desestabilizar o sistema forçando o Banco Central Europeu ou os países menos endividados, que detém parte da dívida do *free rider* a financiá-lo. Um Banco Central conservador, voltado para a manutenção da estabilidade de preços, não pode ser obrigado a tomar este tipo de medida, sob pena de ter seus objetivos em relação a taxas de inflação frustrados. Esse argumento é um dos que explica a necessidade de estabelecimento de regras para o comportamento dos governos no que se refere à política fiscal.

Regras se mostram eficientes também no sentido de evitar o chamado *rent seeking behaviour*, ou seja, a utilização de recursos orçamentários para grupos lobistas ou por motivos eleitoreiros. No entanto, regras aparecem extremamente negativas quando observamos que a política fiscal será a única política econômica que ainda restará aos estados membros da União, já que as políticas monetárias e cambial estarão sob o controle do Banco Central Europeu; assim, ela será de extrema importância para o alcance de estabilidade frente a ocorrência de choques adversos, desaconselhando-se o uso de regras. Os argumento da discussão, aparentemente conservadora, em relação a utilização de regras para a execução política fiscal será explorado nos capítulos seguintes.

Possuindo a atual abordagem da evolução da situação fiscal como dos argumentos em favor ou não da utilização de regras, procurarei contrapô-los, em uma etapa final, tentando concluir sobre sua validade ou não, e procurando, concomitantemente, chegar a argumentos alternativos que expliquem o porquê da necessidade da colocação de regras para a gestão da política fiscal.

## Segundo Capítulo

### 1. Introdução

Já conhecemos o caminho percorrido pelos países europeus em direção ao EMU e a concomitante evolução da situação fiscal - a deterioração das contas públicas e a mudança nas opiniões sobre a eficácia da política fiscal como instrumento de política econômica. Podemos então explorar o cerne da questão: como observar as interrelações existentes entre a unificação monetária e a política fiscal? Qual o impacto de um desequilíbrio fiscal de um país sobre os demais membros?

Toda a discussão que se segue seria desnecessária caso o fato de pertencer à União fosse um estímulo para o saneamento das finanças públicas. Experiências anteriores mostram que tal fato, apesar de desejável, não pode ser assegurado. Alguns teóricos afirmam que a existência de uma taxa de câmbio fixa e livre mobilidade de capital impõem o saneamento das finanças públicas porque o custo do financiamento de desequilíbrios se torna muito elevado. A experiência recente do SME mostra, contudo, que esta hipótese não é válida. No final da década de oitenta e início da década de noventa, o SME passou por um período onde as taxas de câmbio eram virtualmente fixas e havia alta mobilidade de capitais, sem que fosse possível verificar uma melhora na situação fiscal. O diferencial de taxas de juro foi largamente utilizado como forma de financiamento dos desequilíbrios fiscais, os governos optaram por manter uma moeda forte e um alto volume de reservas cambiais sem ter que pagar pelo preço político da estabilização, e o financiamento monetário foi substituído pelo financiamento externo.

Já que, infelizmente, o saneamento das contas públicas não é uma consequência direta da unificação monetária, surge uma extensa literatura a respeito das diversas opções a serem adotadas frente a questão fiscal. Surgem questões como: quais as vantagens e desvantagens de utilizar regras, qual a forma que as regras devem ter? Os elaboradores do Plano Delors, que daria origem ao Tratado de Maastricht, optaram por estabelecer os critérios de convergência nominal - regras com valores máximos para o déficit e a dívida pública - e proibir qualquer financiamento direto de futuros membros da união pelo Banco Central Europeu ou por outros países (*no bail-out clause*). Foi esta uma decisão coerente? Por que a necessidade de estabelecer regras?

Os valores e índices escolhidos são justificáveis? Estas são as questões que procuraremos responder a seguir.

Neste segundo capítulo, nos limitaremos a reproduzir os argumentos de diversos autores que contribuíram para a controvérsia sobre este tema, sem adicionar a estas análises qualquer crítica ou opinião pessoal. Trata-se, então, de uma mera reprodução dos argumentos e conclusões por eles desenvolvidos. A análise propriamente dita desta controvérsia será feita em uma etapa posterior, quando adicionaremos as críticas e comentários desenvolvidos a partir de sua análise.

Este capítulo tem a seguinte estrutura. Inicialmente, mostraremos os argumentos que discutem os prós e contras da utilização de regras. Em virtude da complexidade e variedade destes argumentos, dividi-los-ei em dois grandes grupos. O primeiro grupo compreende argumentos de ordem teórica e discutem o dilema *rules x discretion*. O segundo grupo contém os argumentos de ordem financeira, que observam o possível comportamento das finanças públicas no novo sistema financeiro europeu que surgirá com a unificação monetária. Uma vez expostas as opiniões em relação ao porquê da necessidade ou não do uso de regras, mostrarei os argumentos que tratam da forma que elas devem tomar, justificando ou propondo soluções alternativas à opção adotada.

## **2. *Rules X discretion***

Este dilema é tema central na literatura econômica. A mudança na posição dos teóricos sobre a relevância da política fiscal foi profunda, passou de uma defesa feroz do ativismo para a crítica radical (ver Anexo 1). Neste caso, contudo, esta controvérsia exige uma série de qualificações. A política fiscal no ambiente da Europa Unificada será diferente daquela que hoje conhecemos e a unificação monetária fará com que ela ganhe um espaço maior a nível nacional. A ausência de um banco central faz com que a ampliação ou redução nos gastos estatais seja a única possibilidade de intervenção a nível nacional. Vejamos quais as implicações deste fato.

## 2.1 Regras e a determinação política do déficit público.

O primeiro argumento a ser apresentado é aquele que parte da observação de que há determinação política no déficit público. Através de análises estatísticas - onde a presença de eleições é uma variável binária (*dummy*) - é possível perceber que a proximidade de eleições tem influência positiva sobre o gasto governamental. A instabilidade política e a descentralização das decisões de gasto governamental existentes no ambiente europeu fazem com que exista determinação política no gasto público. A constatação de tal característica aconselha o emprego das regras determinadas pelo Tratado de Maastricht. Se o uso de políticas discricionárias teria um viés político, as regras o eliminariam parcialmente, uma vez que limitam a determinação política.

É importante ressaltar que, independentemente da ocorrência de uma unificação monetária ou não, teóricos adeptos da teoria da determinação política do déficit público defendem a imposição de regras para a gestão da política fiscal. Durante o início da década de oitenta, houve uma tentativa neste sentido nos EUA; ela, entretanto, não foi bem sucedida: as regras aprovadas pelo Congresso norte-americano não foram observadas.

## 2.2 A absorção de choques adversos

O segundo argumento que apresento é uma crítica à colocação de regras para a gestão da política fiscal. Ele parte da observação de que há uma assimetria entre a política monetária/cambial e a fiscal no ambiente da Europa unificada, porque, enquanto as primeiras serão realizadas a nível comunitário pelo futuro ECB (os diferentes países perdem o controle da política monetária a nível nacional), a política fiscal ainda será realizada a nível nacional, emergindo como único instrumento de política econômica ao qual os países, individualmente, poderão lançar mão. Desta forma, frente a choques adversos que atinjam os países comunitários de maneira heterogênea, a única solução é fazer uso de uma política fiscal restritiva/expansiva que amortecia os impactos deste choque. No entanto - aparece aí o cerne da questão - como fazer uso desta política fiscal se ela está limitada pelas regras estabelecidas no tratado?

Teoricamente, a existência de mobilidade de trabalho, de salários flexíveis e de um agente central - a nível continental - poderia anular parte ou a totalidade dos impactos adversos deste choque. Trabalhadores poderiam se deslocar de regiões mais atingidas para menos atingidas, salários poderiam cair nas áreas mais afetadas e poderia haver transferências de recursos de uma região para outra. A constatação, porém, de uma baixa mobilidade do trabalho entre os países pertencentes à UE, devido principalmente a fatores culturais, e de salários rígidos, torna a existência de um mecanismo central de transferência a única solução para este dilema. É preciso, contudo, esclarecer como seriam feitas estas transferências, de onde seriam obtidos os recursos e quais seriam os critérios adotados para a sua execução, uma vez que as perspectivas não apontam para uma ampliação nos recursos da União, o que faz com que a responsabilidade da absorção de choques adversos recaia totalmente sobre os diferentes Estados, os quais têm sua ação limitada pelas regras impostas no Tratado.

Estes dois argumentos são apresentados por Corsetti e Roubini (CORSETTI 1993), os quais propõem uma solução híbrida para o dilema *rules X discretion*. A utilização de regras que fornecessem uma certa margem de manobra para os Estados nacionais, ajustadas ao ciclo, e que tornassem possível o financiamento de desequilíbrios em caso excepcionais

### **3. Os possíveis impactos das modificações no sistema financeiro**

A Europa unificada contará não só com a existência de um Banco Central único como também com um sistema financeiro unificado. A eliminação das diferentes moedas nacionais levará ao surgimento de um mercado financeiro onde não há diferenças regionais; a ausência de taxa de câmbio fará com que os ativos expressos nas diferentes moedas tornem-se substitutos mais próximos.

Nesta nova Europa financeira, a primeira diferença a ser percebida é transferência da receita de *seignorage* dos diversos Estados membros da União Monetária para o Banco Central Europeu, que, por ser o único emissor do Euro, deterá a receita decorrente deste monopólio - a receita de *seignorage*. Aparentemente esta modificação é a que menos impactos causará, uma vez que estas receitas são de um volume reduzido, chegando em alguns países a ser negativas (como no caso da Dinamarca, onde as reservas bancárias depositadas junto ao Banco Central são remuneradas). A principal diferença poderá ser encontrada na maior integração dos

mercados de capitais e, principalmente, na modificação da atual relação entre os diferentes ativos financeiros.

Hoje, as taxas de juros pagas pelos diversos países Europeus não são iguais. A possibilidade de países extremamente endividados optarem por uma “inflação surpresa” como forma de reduzir o volume real da dívida pública faz com que a taxa de juros paga pelos seus títulos da dívida seja superior àquela de países com uma situação financeira mais sadia. Cálculos realizados (de GRAUWE 1996) mostram que a diferença na taxa de juros real paga por países europeus altamente endividados em relação àqueles com situação fiscal mais tranqüila chega a mais de 2,5 pontos percentuais. A diferença na taxa de juros nominal paga por Bélgica e Itália, as quais têm uma taxa de endividamento de 140 e 130% do PIB respectivamente, em relação àquela paga pela Alemanha é de 1,5 e 2,8 pontos percentuais, respectivamente. A unificação monetária virtualmente eliminaria esta diferença ( ver tabela 5).

Tabela 5 - Diferenciais de taxa de juros

	diferencial de juro nominal	diferencial de juro real	relação Dívida/ PIB	Redução do serviço da dívida (em % do PIB)
Bélgica	0.70	1.5	140%	2.1%
Itália	5.85	2.8	123%	3.5%

Obs: o cálculo do diferencial de juro é feito através da comparação da taxa de juros paga por estes países e pela Alemanha em Marcos alemães por títulos de 10 anos emitidos em 1995.

Fonte: de Grauwe 1996

Países endividados também pagam uma taxa de juros mais alta porque o detentor do título corre o risco de sofrer uma desvalorização da taxa de câmbio do país devedor em relação às demais moedas. A taxa de juro paga deve, desta maneira, conter o prêmio de risco da desvalorização do câmbio. Podemos tornar esta explicação mais clara citando o exemplo da Itália. Parte dos empréstimos feitos pelo governo italiano são em marcos alemães; estes pagam uma taxa de juro real 1,25 pontos percentuais menor do que aquela paga pelos mesmos tipos de títulos expressos em liras italianas. Em outras palavras, o prêmio de risco pago pelo governo italiano frente a uma possível desvalorização da lira italiana frente ao marco alemão é de 1,25 pontos percentuais (THE ECONOMIST 1995).

Da constatação destas diferenças na taxa de juro paga pelos diferentes governos nacionais deriva-se uma série de argumentos, parte deles diametralmente opostos. Mostraremos inicialmente os argumentos apresentados por Bovenberg e Gros que, a partir destas diferenças, defendem os critérios de convergência estipulados no Tratado de Maastricht. Posteriormente, reproduziremos os argumentos apresentados por Giovaninni e Spaventa (1995) que adicionam elementos a esta análise. Finalmente, explicaremos a posição de de Grauwe (de GRAUWE 1996 e THE ECONOMIST 1995) que critica as regras estabelecidas em Maastricht.

### 3.1 Bovenberg e o viés deficitário

Em uma economia isolada, parte dos efeitos expansivos da política fiscal podem ser anulados pelo impacto que esta causa sobre a taxa de juro (chamado efeito *crowding-out*) e sobre a taxa de câmbio (em uma economia aberta parte dos efeitos de uma expansão fiscal podem ser “exportados” porque ocorre ampliação nas importações). No entanto, quando temos mercados financeiros plenamente integrados o impacto sobre a taxa de juros pode ser minimizado através da utilização de poupanças externas para o financiamento da política fiscal, podendo até mesmo dar margem a surgimento de um viés deficitário - os países teriam melhores condições de financiamento e o impacto de uma expansão fiscal sobre a demanda agregada seria maior, recorreriam então a estas medidas com maior regularidade. De maneira geral, a alteração na taxa de juro fará com que países que hoje têm piores condições de financiamento paguem taxas de juros menores e países em melhores condições paguem taxas de juros maiores devido a concorrência de seus papéis com os anteriores. Para os países em piores condições fiscais, a possibilidade de ter um maior acesso a este mercado financeiro é que traria as maiores vantagens no tocante ao pagamento das taxas de juros. Estariam estes, portanto, mais inclinados a ter o viés deficitário.

Bovenberg, juntamente com Kremers e Masson, em um *paper* apresentado pelo FMI, observam que o surgimento deste viés deficitário pode levar a uma situação limite, em que a única solução seja a intervenção do ECB ou de outros países.

A ocorrência de uma ou mais situações como esta pode aumentar a pressão sobre o ECB no sentido de fazer uma política monetária acomodatória através de uma expansão surpresa da base monetária, a qual reduziria o volume de dívida real detido

pelos países endividados. A possível elevação da taxa de juros causada pelo alto grau de endividamento destes países pode levar o ECB a decidir por um afrouxamento da política monetária a fim de estimular a economia. Qualquer uma das possibilidades pode não estar de acordo com a responsabilidade do ECB para com a estabilidade de preços, levando a uma redução da sua credibilidade. O impacto desta medida não recairá somente sobre o(s) país(es) endividados, todos aqueles pertencentes à União sofrerão com as alterações na política monetária.

O impacto do endividamento de um país sobre os demais, segundo os autores, não se limita a possíveis variações na taxa de juro a ser paga e na política monetária. O endividamento pode chegar a um nível tal que seja necessário o financiamento das dívidas de um ou mais países por outro(s) em melhor(es) condições financeiras. A União Monetária ampliará o número de residentes de um país que investem em títulos da dívida dos demais membros. A maior exposição dos residentes aumentaria a pressão para financiar um país em má situação financeira. Mesmo que o financiamento direto (*no bail-out clause*), não seja permitido, os governos em melhor situação estariam financiando os em piores condições através da necessidade de arcar com uma taxa de juros mais alta.

Toda esta discussão seria desnecessária caso o sistema financeiro fosse capaz de detectar as verdadeiras condições financeiras de cada país, impondo taxas de juros mais altas para aqueles governos em piores condições e vice-versa. Prevalecendo esta hipótese, o viés deficitário seria menor, assim como o impacto sofrido pelo ECB e pelos demais países membros. Mesmo que desejável, este comportamento dos mercados financeiros é bastante improvável. Experiências anteriores, especialmente o caso do endividamento dos países latino americanos no início da década de oitenta, mostram que o mercado não tem a percepção correta das diversas condições nacionais, e que a variação na taxa de juros frente a estas diferentes condições não é gradual, ocorrendo através de saltos.

A fim de evitar a existência deste *free rider* e os possíveis impactos negativos que venha a causar sobre a estabilidade de preços e a situação fiscal de outros países, o estabelecimento de certas condições se mostra desejável. Os itens existentes no Tratado que tornam o ECB responsável, primordialmente, pela estabilidade de preços, que proíbem o *bail-out* de um país por outros membros da União ou pelo próprio ECB e os critérios de convergência nominal, relativos ao volume do endividamento

e de déficit público, evitariam as situações acima descritas. Os autores estão, desta forma, justificando o uso da regras e dos critérios estabelecidos.

### 3.2 A possibilidade de uma crise no sistema financeiro

Giovaninni e Spaventa (1995) criticam a relevância dos impactos causados pela maior integração do mercado financeiro. Para eles, este viés deficitário não seria a maior fonte de preocupações para a busca da estabilidade da nova moeda. Justificam esta opinião criticando a proposta acima apresentada.

Para estes autores, os países pertencentes à UE tiveram, durante toda a década de oitenta, uma orientação de política fiscal voltada para redução do déficit público ou, ao menos, para uma melhora no déficit primário. Segundo eles, a utilização da política fiscal como instrumento de política econômica não ocorre na Europa desde 1981. O alvo tem sido a redução do déficit público e uma ampliação na poupança, o ativismo fiscal foi abandonado. Não haveria, portanto, motivos para supor uma reviravolta neste comportamento: os governos, frente às baixas taxa de juro, não iniciariam políticas expansivas, embora não fique claro porque não poderiam mudar de posição. Outra crítica está no fato de que o menor impacto do endividamento de um país sobre a taxa de juros (diluição do *crowding-out*) na vigência da unificação monetária vale, principalmente, para países pequenos; caso um país grande sofresse da “síndrome do viés deficitário” esta situação não poderia perdurar por muito tempo, uma vez que, rapidamente, a taxa de juros elevar-se-ia em virtude da aceleração de sua economia.

A crítica da teoria do viés deficitário é acompanhada de uma nova proposição. O principal problema que a má situação das finanças públicas de um país pode trazer aos demais decorre de uma possível condição de insolvência e, neste caso, até mesmo a cláusula que proíbe o financiamento se mostra insuficiente.

Suponhamos inicialmente que um país com finanças públicas desequilibradas, com um alto estoque de dívida, que não é solvente no longo prazo seja aceito entre os membros da União monetária. Suponhamos, também, que este país não se mostra engajado na solução deste problema, o aumento da receita e redução nas despesas é inferior ao que seria necessário para tornar este país solvente. Frente a esta situação, cresce a percepção do público de que seus compromissos não serão honrados, cai o

valor dos títulos deste governo no mercado secundário e cresce o prêmio de risco exigido para a compra de novos, chegando a um ponto em que o volume de títulos transacionados é muito inferior ao estoque total. A reação esperada será de uma ampliação na demanda por liquidez, uma vez que a crise da dívida amplia a incerteza em relação aos ganhos com outros ativos.

O sistema bancário sofreria com queda no valor e liquidez de uma importante parte de seus ativos e com a maior demanda por liquidez, isso pode trazer dúvidas a respeito de sua solvência, o crescimento na fragilidade e risco do sistema bancário poderia atingir o mercado interbancário. Esta crise financeira teria impactos negativos sobre a atividade econômica, a elevação nas taxas de juro e incerteza levariam a um racionamento no crédito, cairiam os investimentos e o nível de atividade. Frente a esta crise a proibição do financiamento direto - *no bail-out* - é insuficiente, o Banco Central Europeu não estará imune aos impactos das dificuldades sofridas por um país, ele estará forçado a ampliar a oferta de moeda a fim de estimular a atividade econômica. Esta atitude não levará, necessariamente, a uma ampliação nos preços relativos, uma vez que a ampliação na liquidez é acompanhada por uma ampliação na demanda. É importante, contudo, que a retirada desta liquidez acompanhe a retomada da atividade e o restabelecimento da confiança do público.

Os autores concluem dizendo “*We thus conclude that it may be imprudent to disregard the risks of potentially unsustainable fiscal positions of national economies and the problems they would pose to the management of the common monetary policy*” (idem pg 251). Os autores defendem a necessidade de impedir a entrada de países extremamente endividados na União. Esta ameaça serviria como um estímulo para o saneamento das finanças públicas. O critério para evitar esta entrada não deveria, contudo, ter a forma de uma regra geral e sim de alvos específicos para cada país que deveriam ser elaborados tendo em mente a possibilidade de elevação de impostos e de cortes nos gastos governamentais.

### **3.3 A rigidez dos critérios e a necessidade de flexibilização**

Para o economista Paul de Grauwe as mesmas observações acima feitas sobre as modificações no sistema financeiro servem como justificativa para um afrouxamento das regras existentes no tratado de Maastricht. Segundo ele, o fato de

poder contar com uma taxa de juro menor não significa que os países ampliarão os seus níveis de endividamento e, sim, que terão maior facilidade para reduzir o estoque da dívida pública.

Segundo este autor os critérios de convergência são muito rígidos e podem tornar a convergência dos países de moeda mais fraca difícil, se não impossível. Tomemos por exemplo o caso da Itália. Pelos critérios de convergência ela precisa reduzir a inflação ( a inflação em países aspirantes a fazer parte da união monetária não deve ser mais de 1,5 pontos percentuais maior do que a média dos candidatos) e o déficit público. Se a estratégia inflacionária não for crível para o público, mantendo as expectativas inflacionárias rígidas, a taxa de juro permanecerá alta, crescerá a taxa de juro real, aumentando o peso do déficit público. Ou seja, *“one can conclude that the Maastricht convergence requirements increases the cost of the debt reduction”* (de GRAUWE 1996 pg. 1097). No entanto, uma vez pertencendo à União, a taxa de juro paga pelos diversos países membros seria semelhante, e os países altamente endividados, com um menor custo de rolagem da dívida, poderiam obter mais facilmente a redução do déficit público e da dívida pública. De Grauwe mostra que países como Itália e Bélgica poderiam ter uma redução nos encargos com a dívida pública da ordem de 3% do PIB caso pudessem contar com as mesmas taxas de juro reais que desfrutam hoje países como a Alemanha (ver tabela 5). Qual a alternativa proposta pelo autor?

Ele reconhece que simplesmente abolir os critérios existentes não seria uma boa solução, a presença de países altamente endividados poderia colocar em perigo a estabilidade de preços (neste sentido este argumento se aproxima do anterior). Desta forma, a solução estaria na aceitação destes países na União, proibindo, contudo, o voto no ECB dos países que não alcançassem os limites de dívida impostos. Ou seja, a solução proposta impede que o alto volume de endividamento seja uma ameaça à estabilidade de preços, mas permite que os países, ao pertencerem à União, desfrutem das facilidades que ela coloca para o saneamento das contas públicas.

Vimos até o presente momento os argumentos presentes na discussão a respeito da necessidade de estabelecer regras, personificadas no Tratado de Maastricht pelos critérios de convergência do déficit público e da dívida pública. A próxima etapa da discussão assume a necessidade de tais regras, questiona, contudo, a forma que estas devem tomar. Quais seriam os melhores indicadores do desempenho da política fiscal a serem utilizados?

#### 4. Os diferentes indicadores da política fiscal

A análise acima mostrou as discussões referentes a necessidade ou não de estabelecer regras para o desempenho da política fiscal. A decisão final, aquela que consta no tratado de Maastricht, foi de utilizá-las, sob a forma dos critérios de convergência nominal. No entanto, mesmo aqueles que concordavam com a necessidade do uso de regras discordavam sobre a forma que elas deveriam tomar. Temos então outra polêmica: qual o indicador econômico a ser utilizado como regra para determinar o desempenho das finanças públicas?

Como já dissemos repetidas vezes, os elaboradores do Tratado de Maastricht optaram por estabelecer regras para o tamanho do déficit público e da dívida pública em relação ao PIB - 3% e 60% respectivamente. Os valores escolhidos representavam a média obtida através do cálculo destes indicadores, no ano de 1990, para os diversos países assinantes do Tratado. Ocorre, entretanto, que neste ano houve crescimento nas economias européias, o componente cíclico atuava em favor das diversas economias, sabe-se hoje que aquela média e, pôr conseqüência, os valores adotados, foram extremamente baixos, uma vez que o déficit de pleno emprego era da ordem de 2% do PIB. Foi praticamente desconsiderada a possibilidade de uma alteração no ciclo de negócios.

Segundo Thygessen (1996), estas medidas foram adotadas, apesar de sua aparente inconsistência, porque os diversos países haviam utilizado a política fiscal até os seus limites e viam as regras como uma forma de ampliar o espaço para a execução da política fiscal, ao menos até um ponto em que os estabilizadores automáticos pudessem atuar face a uma redução na atividade econômica.

Outro problema que já aparecia no momento da assinatura do Tratado, estava no fato de que países como Irlanda, Bélgica e, principalmente, Itália detinham estoques de dívida extremamente elevados, superiores a 100% do PIB, e, mesmo se mantivessem uma política fiscal austera, obtendo resultados anuais dentro dos limites impostos, não seriam capazes de estar dentro dos critérios em tempo de fazer parte do grupo pertencente à União monetária.

Outra possível dificuldade a ser enfrentada está no viés deflacionário que pode surgir devido a necessidade de estar de acordo com as regras impostas. A realização de uma política fiscal austera teria impacto não só sobre a dívida mais também sobre o PIB - o denominador da relação, levando a um crescimento baixo ou mesmo

negativo. Alcançar a relação desejados seria, desta forma, uma tarefa ainda mais difícil, praticamente impossível para aqueles em piores condições. Cabe notar que, teoricamente, os critérios estabelecidos pelo Tratado não são incompatíveis com a eliminação da dívida pública; supondo uma taxa de crescimento nominal anual da ordem de 5% (3% real e inflação de 2%) e uma taxa de juro do mesmo valor, caso o déficit seja inferior a 3% a dívida pública convergirá, necessariamente para o valor de 60% do PIB. Uma vez que o cumprimento do critério do déficit público é condição suficiente para o cumprimento do critério relativo ao endividamento, surge a primeira opção para a utilização das regras: por que não eliminar o critério relativo ao endividamento?

#### **4.1 Indicadores para o volume de dívida**

##### **4.1.1 A eliminação do compromisso para a dívida pública.**

Apesar de teoricamente possível, uma vez que a manutenção de um déficit público nas condições expostas no Tratado garante que a dívida pública convergirá para o valor de 60% do PIB, há diversos outros fatos que apontam para a necessidade da manutenção dos limites para o endividamento. Inicialmente, sabemos que a relação entre déficit e variação da dívida ano a ano não é de um para um; a variação na dívida pode vir de outras fontes. Poderíamos citar diversos exemplos nacionais, porém devemos nos limitar a eventos ocorridos no ambiente europeu. Em novembro de 1995 o governo Francês assumiu a dívida da estatal que controla o transporte ferroviário (SNCF), valor este que correspondia a quase 2,5% do PIB; a Alemanha, no ano anterior assumiu a dívida da Treuhandanstalt, o que significava 8% do PIB. Frente a estes fatos, não podemos confiar na evolução do déficit como uma *proxy* para a evolução da dívida, porque a segunda pode crescer mesmo com a primeira equilibrada. Surgem outras propostas, sendo que uma delas aponta para a substituição da regra para a dívida pública por uma que considere também a poupança governamental. Esta é a chamada *Golden Rule* e será analisada na próxima seção.

#### 4.1.2 *The Golden Rule*

O valor de 60% do PIB era, em 1990, não só o valor médio do endividamento público europeu mas também o valor estimado do volume de ativos físicos detidos pelos governos. Assim, não seria absurdo propor que o critério observasse não só o endividamento público como também o investimento. Esta é a chamada *golden rule* que condena tão somente a despoupança estatal. O país pode incorrer em déficit desde que este maior gasto signifique uma ampliação no investimento, o déficit público que financia despesas correntes é condenado.

A dificuldade inicial para a implementação desta regra está na classificação dos gastos: como definir claramente o que é investimento e o que é despesa corrente? A diferenciação é muitas vezes arbitrária. Voltemo-nos para a questão dos juros. O pagamento de juros é considerado como despesa corrente, contudo, as diferentes taxas de inflação trazem um problema para a nossa análise. Quanto maior a taxa da inflação maior o componente do pagamento de juros que corresponde à amortização do principal e este gasto não deve ser considerado como despesa corrente. Deveríamos, então, dividir o gasto com juros em duas partes, uma correspondente ao ajustamento da dívida à inflação e outra correspondente aos gastos reais com juros (somente em um caso extremo de inflação zero, o pagamento do total de juros estaria contido na segunda parte). A análise da tabela abaixo pode facilitar a compreensão deste problema. Ela mostra na primeira coluna qual seria o valor da poupança governamental (receitas menos despesas correntes) caso considerássemos o valor total do pagamento de juros como despesa corrente e na terceira coluna este mesmo valor quando é feito o ajuste através da taxa de inflação.

Tabela 6: Medidas alternativas da poupança governamental

	poupança governamental	ajuste à inflação	poupança ajustada à inflação
Bélgica	-3.8	4.3	0.5
Dinamarca	0.9	1.9	2.8
Alemanha	0.3	1.6	1.9
Grécia	-14.7	18.6	3.9
Espanha	2.8	3.3	6.1
França	2.8	1.3	3.6
Irlanda	-1.2	2.1	0.9
Itália	-5.6	7.2	1.6
Luxemburgo	8.3	0.2	2.5
Portugal	-2.4	9.4	7.4
Inglaterra	2.5	3.3	5.8

Fonte: Gros (1992)

Ao observarmos a tabela vemos que, sem o ajuste à inflação, seis países não obedeceriam à regra de ouro. Entretanto, com o ajuste, todos os países a estariam obedecendo. Esta é a maior restrição ao uso desta regra: ela é pouco rígida, mesmo países que hoje levam uma política fiscal insustentável no longo prazo seriam “aprovados” caso este fosse o indicador a ser seguido.

A crítica derradeira está no fato de que os bens públicos - parte do investimento estatal - dos quais desfruta a população não são como os investimentos privados, não geram receita propriamente dita, enquanto as dívidas continuam sendo fonte de despesa. Torna-se então necessário voltar a análise para a possibilidade de estabelecer regras em função da solvência intertemporal dos Estados europeus.

#### 4.2 Critério de solvência intertemporal

O cálculo da solvência intertemporal é feito a partir da análise do comportamento das finanças públicas de um determinado país e procura determinar se, uma vez mantido as atuais condições de financiamento dos desequilíbrios, de crescimento econômico e do volume de gastos, a relação dívida pública/PIB terá uma

trajetória de crescimento, estabilidade ou queda. É importante perceber como o cálculo dos indicadores de déficit, dívida, pagamento de juros e desempenho da economia é fundamental para a determinação da solvência intertemporal, e é exatamente nesta constatação que encontramos a primeira restrição para o uso deste critério.

O cálculo do estoque de dívida pública feito pela OCDE e pela UE - duas instituições que poderiam servir como fonte para a análise - apresenta diferenças significativas, devido ao fato da primeira calcular a dívida líquida e a segunda a dívida pública bruta do setor governamental. Desta forma teríamos dificuldades até mesmo para determinar o ponto de partida da análise.

Uma possível análise da solvência intertemporal, proposta por Cosetti e Roubini (1993), conclui que os governos Italiano, Belga, Irlandês e Grego são insolventes ou apresentam problemas de solvência no longo prazo. No entanto, é possível perceber que o comportamento destes países têm sido diferenciado nos últimos anos. Irlanda e Bélgica passaram recentemente por um período de alterações profundas na sua política fiscal. Estes países devem, portanto, passar para uma situação de solvência. Itália e Grécia não mostram sinais aparentes de melhoras nas finanças públicas. A Itália teve durante toda a década de oitenta déficits primários. A situação da Grécia não foi muito melhor do que esta.

Temos então uma série de problemas: qual as fontes de dados a serem utilizados para o cálculo da situação dos diversos países, deve ser dada maior ênfase ao desempenho de períodos mais recentes ou não, podemos considerar Bélgica e Irlanda solventes ou não? O bom senso mostra que qualquer indicador que dê margem a controvérsias não é um bom indicador, ele deve ser o mais claro possível.

### **4.3 Os indicadores do déficit.**

#### **4.3.1 Tetos para o déficit relativo ao PIB**

A opção de indicador de déficit público adotada no tratado de Maastricht foi a de estabelecer um valor máximo para a relação entre o déficit nominal e o PIB de cada país. Esta opção, como já vimos, apresenta a desvantagem de não estar associada ao ciclo de negócios. Em um momento de aceleração da economia, este valor seria elástico, uma vez que um déficit público desta magnitude frente a um crescimento do

PIB de quatro ou cinco pontos percentuais indica que as finanças públicas não estão em boas condições. Pelo raciocínio inverso, este valor seria muito rígido frente a uma desaceleração da economia.

Uma possível alternativa para as críticas acima estaria no cálculo do déficit de pleno emprego, o qual torna a análise do andamento das finanças públicas isentas das variações decorrentes do ciclo de negócios. No entanto, o cálculo do déficit estrutural, ou de pleno emprego, apesar de útil, é controverso, característica que impede a sua utilização como critério universal.

#### **4.3.2 Tetos para o déficit primário relativo ao PIB**

Outra possibilidade seria a utilização do déficit primário - o déficit que exclui das despesas o pagamento dos juros relativos ao serviço da dívida - impondo que este fosse, no mínimo, igual a zero. A adoção deste critério permitiria uma maior folga para aqueles países mais endividados em que o pagamento de juros tem um peso maior. Entretanto, vimos que a taxa de juros paga pelos governos europeus é superior a taxa de crescimento de suas economias, o que leva à constatação de que mesmo a manutenção de um equilíbrio primário não garante a solvência do país no longo prazo. Esta regra, caso mantidas as atuais condições, seria pouco rígida, podendo causar problemas de sustentabilidade, caso estes países, com impossibilidade de arcar com seus compromissos, fossem aceitos na união monetária.

#### **5. Breve resumo da próxima etapa**

Como afirmamos no início desta seção, a próxima etapa conterá a análise dos argumentos acima apresentados. Veremos, entre outros, como a questão financeira depende, fundamentalmente, da cooperação entre os diversos membros e qual o impacto que a real situação das contas públicas tem sobre essas questões teóricas.

## PARTE II - DISCUSSÃO

## **Terceiro Capítulo**

### **1. Introdução**

Tem início neste capítulo a segunda parte do trabalho que compreende, inicialmente, a análise da discussão apresentada nos capítulos anteriores e, posteriormente, uma abordagem mais geral dos problemas apresentados, a qual procura cruzar os diferentes eventos apresentados nos capítulos iniciais; a evolução da situação das finanças públicas nos países europeus, o caminho que percorre a teoria econômica referente a Política Fiscal como mecanismo ativador da economia, o processo de unificação europeu (ver Anexo 1) e a discussão a respeito do critério de convergência fiscal presente no Tratado de Maastricht.

Vimos no capítulo anterior um breve resumo das discussões existentes sobre a necessidade, ou não, de estabelecer os critérios de convergência fiscal presentes no Tratado de Maastricht e a posterior argumentação sobre a forma que estes deveriam tomar, ou seja, se os critérios da forma como foram colocados eram adequados e quais as alternativas propostas. Dividimos os argumentos sobre a necessidade de estabelecer os critérios de convergência em dois grupos e afirmamos que as discussões só seriam apresentadas em um momento seguinte. A fim de facilitar a compreensão do leitor, a ordem em que os argumentos são apresentados no capítulo anterior é mantida para a apresentação de sua análise.

A análise a ser desenvolvida é baseada, em grande parte, na real situação das finanças públicas, a qual já foi, em parte, explicitada no primeiro capítulo, assim como em observações do comportamento do sistema financeiro. A utilização desta forma de análise serve como tentativa de tornar mais real a discussão anterior, que, estranhamente, raras vezes lançava mão deste tipo de recurso. No entanto, apesar de estar centrada em observações, algumas vezes também serão utilizados recursos unicamente teóricos.

## V2. Análise dos argumentos

### 2.1 A determinação política do déficit público

Para os autores que defendem estas idéias, o estabelecimento de regras para o desempenho orçamentário seria positivo, pois impediria os chamados *rent seeking behaviours* - a determinação política do déficit público.

A teoria da determinação política do déficit público foi introduzida durante a década de setenta e prega que a alocação de recursos orçamentários é feita através da influência de grupos lobistas. Esta teoria adiciona o campo da política ao da economia; procurarei me insentar de maiores discussões a respeito deste problema, pois estas vão além do objetivo do trabalho.

### 2.2 A absorção dos choques adversos

Este argumento afirma que é necessário deixar um maior espaço para a execução da Política Fiscal do que aquele presente no Tratado de Maastricht, uma vez que política fiscal será a única política econômica restante aos governos nacionais e estes devem ser capazes de reagir frente a possíveis choques adversos. A crítica a este argumento está baseada nas constatações a respeito do comportamento dos governos europeus frente às suas atuais condições orçamentárias, feitas por Leibfritz (1994) e Giovaninni e Spaventa (1995).

Segundo Leibfritz (1994), face aos altos e crescentes níveis de endividamento (como vimos no capítulo inicial), os países pertencentes à OCDE, entre eles os países da UE, passaram a evitar o crescimento de seus déficits e estoques de dívida ponderados pelo PIB, não permitindo o funcionamento dos chamados “estabilizadores automáticos” na vigência de uma recessão - evitam o crescimento dos gastos e redução nas receitas decorrentes da queda na atividade econômica. O crescimento do estoque de dívida pública e a possível reação adversa do mercado financeiro, detentor dos títulos das dívidas nacionais, são evitados pelos governantes. Giovaninni e Spaventa caminham na mesma direção e notam que o uso da política fiscal como instrumento de política econômica não ocorre na Europa desde 1981<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Note que o que é feito aqui não é uma mera extrapolação dos dados observados durante a década de oitenta e primeira metade da década de noventa - partimos da observação de que o alto nível de endividamento não deixa espaço para a execução de uma política fiscal ativa e, uma vez que o peso desta

A impossibilidade de fazer frente a uma recessão, uma vez que não há espaços - ou resta muito pouco - para políticas discricionárias, coloca em cheque a tese de que os critérios de convergência não são válidos por não permitirem a possibilidade de reação dos governos nacionais frente a choques adversos. Ora, partindo das observações anteriores é possível perceber que dificilmente esta reação ocorreria, mesmo se fosse permitida. A observação do comportamento de períodos anteriores mostra que os governos evitam a ampliação dos seus níveis de endividamento e não recorrem ao uso da política fiscal como mecanismo de estabilização. Desta maneira a única reação a ser esperada frente a um choque, uma vez considerada as observações acima, seria a redução dos gastos públicos quando ocorresse um choque *positivo* e, devido a sua influência sobre a atividade econômica, houvesse ampliação da arrecadação e redução dos gastos, o que cabe perfeitamente dentro dos critérios estabelecidos.

É importante lembrar que a partir do momento em que houvesse uma melhora das finanças públicas, com redução dos déficits e do volume da dívida, retornaria a possibilidade dos governos recorrerem à execução de políticas fiscais ativas e permitirem o pleno funcionamento dos estabilizadores automáticos. Entretanto, neste momento, a própria razão do estabelecimento dos critérios de convergência não teria mais lugar: com finanças sadias as ameaças à estabilidade monetária estariam minimizadas e, mesmo que houvesse uma piora nas finanças públicas posterior a esta melhora, estaríamos voltando à situação inicial; os governantes possivelmente não executariam políticas fiscais expansionistas em virtude do descontrole de suas contas públicas e das possíveis reações adversas do mercado financeiro.

Terminada a crítica dos argumentos acima, partimos para a análise do próximo grupo, os argumentos financeiros. Cabe lembrar que vimos que, eliminada a hipótese de que os governos nacionais farão política expansionistas, elimina-se também a necessidade destes possuírem uma maior margem de manobra para fazer frente a situações adversas.

### 3. Análise dos argumentos financeiros

Estes argumentos aparecem como mais relevantes que os anteriores por possuírem uma maior conexão com as modificações pelas quais passaram a economia mundial nas últimas décadas. É patente o crescimento da integração entre os diversos sistemas financeiros nacionais e a ampliação na agilidade das transações, decorrentes das inovações financeiras, dos avanços no campo das telecomunicações e da redução nas barreiras e regulamentações. Segundo alguns autores, estas mudanças tornaram o sistema financeiro mais frágil em sua totalidade.

O período de crescimento do volume de transações coincide com o período de crescimento dos volumes de endividamento público e de descrédito no papel da política fiscal como mecanismo ativador da economia - eventos colocados no capítulo inicial. Com grandes estoques acumulados de dívidas e taxas de juros reais positivas, superiores às taxas de crescimento da atividade econômica, as preocupações dos governos nacionais passam a incluir as formas de financiamento do estoque de dívida e as possíveis reações do mercado frente a suas variações. O que fora um mecanismo se torna um problema, é a metamorfose da política fiscal.

As tentativas de realizar a unificação européia aparecem como um ponto extremo neste processo de maior integração financeira. Com a criação da moeda única e de um Banco Central responsável pela sua emissão, a integração entre os diversos mercados será completa. O grau de substituição entre os diversos ativos financeiros será maior - entre estes ativos estão os títulos das dívidas públicas anteriormente expressos nas diferentes moedas nacionais, a tendência será de queda considerável nos diferenciais de juros hoje pagos pelos diversos países. Tais modificações têm, para alguns autores, efeitos potencialmente negativos para a estabilidade da nova moeda européia; para outros, este efeito é potencialmente positivo, principalmente para os países com grandes estoques de dívida pública.

### 3.1 As proposições de Bovenberg *versus* de Grauwe

Bovenberg (1991) defende que a aproximação das diferentes taxas de juros poderá levar ao surgimento do chamado “viés deficitário” em um ou mais dos países membros da União Européia. Com o crescimento do mercado financeiro e, conseqüentemente, do volume de poupança à qual uma nação tem acesso, o impacto que a ampliação do endividamento terá sobre as taxas de juros internas e a taxa de câmbio será bastante inferior àquele encontrado hoje - a elasticidade da taxa de juro em relação aos gastos governamentais cairá consideravelmente. Frente a estas condições positivas, o *free rider* - país que se beneficia das mudanças nas condições de financiamento de sua dívida e do menor impacto dos gastos sobre a taxa de juros - ampliará seu nível de endividamento, podendo ameaçar a estabilidade monetária da União como um todo. Ainda segundo estes autores, a capacidade dos mercados financeiros de captar estas alterações no comportamento dos estados nacionais e responder com uma elevação das taxas de juros, tornaria este problema inexistente. Citam, contudo, o caso do endividamento dos países latino-americanos no início da década de oitenta e concluem que não é possível confiar somente no mercado financeiro. Assim, estaria justificado o emprego das atuais regras de convergência, a fim de evitar o surgimento do *free-rider*.

A primeira observação a ser feita a respeito da tese de Bovenberg é de que ele foi, em parte, incapaz de compreender a totalidade das alterações no mercado financeiro europeu. Se, por um lado, pode ser aplaudido por apontar o potencial surgimento do *free-rider*, de outro, comete um erro simplista ao comparar o comportamento dos mercados financeiros àquele do início da década de oitenta. Ora, sabemos que a crise do endividamento latino americano foi fruto, em parte, de um grande desconhecimento das reais condições financeiras e econômicas destes países; o grau de informação que os mercados financeiros têm a respeito dos países europeus é extremamente superior àquele dos anos setenta. Acredito que a capacidade dos mercados em impor uma variação nas taxas de juros frente às alterações no comportamento dos governos nacionais seja muito maior e ocorra de uma maneira muito menos abrupta do que com o caso dos países latino-americanos. O seu descrédito em relação ao volume de informações dos mercados financeiros é exagerado, deveria considerar o mercado financeiro como capaz de, até certo ponto, inibir o aparecimento do *free-rider*.

De Grauwe (1996) parte da constatação que a taxa de juros cobrada sobre o estoque de endividamento cairá, principalmente para os países cujo estoque de dívida é mais elevado. No entanto, este autor não vê nesta mudança um estímulo para ampliar o endividamento, e sim para diminuí-lo. Com maior facilidade para a rolagem das suas dívidas, os Estados teriam menores gastos e poderiam reduzir o seu volume. Vimos na tabela 6 que a redução do déficit público decorrente da queda dos gastos com o serviço da dívida pode chegar a ordem de 3% do PIB. Seguindo este raciocínio, a conclusão alcançada pelo autor é de que os critérios de convergência seriam muito rígidos e atingi-los seria mais fácil com a possibilidade de desfrutar de taxas de juros mais baixas.

A crítica inicial a respeito das proposições acima é de que o autor desconsidera as alterações introduzidas na elasticidade de juros pela unificação monetária. À redução nas taxas de juros deve ser somada a redução nos efeitos da ampliação dos gastos governamentais sobre as taxas de juro. É nestes dois aspectos, e não somente no inicial, que reside a possibilidade de ampliação do endividamento: a queda na elasticidade juros entra como fator adicional de estímulo ao endividamento. Um, ou mais, Estados nacionais podem se aproveitar da queda nesta elasticidade para resolver problemas internos com maior facilidade. Esta situação é particularmente relevante se considerarmos os altos níveis de desemprego existentes no continente europeu e o desejo de governos em reduzi-los a fim de ampliar a sua popularidade.

Outras observações a serem feitas a respeito das proposições deste autor têm como base a sua proposta para a regra a ser imposta no momento da criação da moeda única: a entrada de países endividados deveria ser permitida, contudo, o direito de voto no conselho do ECB deveria ser negado. Isto traz uma série de problemas. Inicialmente, devemos questionar se esta assimetria entre os membros da União seria bem aceita. Talvez alguns países poderiam questionar esta posição de membros de segunda categoria, exigindo as mesmas condições. É necessário considerar se a simples proibição de voto garantiria que o ECB não estaria obrigado a realizar uma política monetária frouxa. Como vimos, a situação de insolvência de um membro ou a possibilidade do surgimento de um *free-rider* obrigariam o banco central a abandonar os seus compromissos iniciais, e o não direito de voto seria insuficiente para impedir a ocorrência destes eventos.

As diferenças contidas nas duas proposições acima são aparentes. Temos a mesma situação - a possibilidade de usufruir de taxas de juros mais baixas e de um

maior volume de poupança - porém as reações propostas são diferentes. O resultado depende do nível de cooperação entre os Estados membros. Caso haja cooperação todos serão beneficiados - poderão usufruir de taxas de juro menores - principalmente aqueles com contas públicas mais desequilibradas. Caso não haja cooperação - corporificada pelo surgimento do *free rider* - as conseqüências serão sentidas por todos os membros da União: os estados em melhores condições financeiras terão que arcar com taxas de juros mais elevadas, e, em um momento seguinte, todos enfrentarão a instabilidade monetária fruto da ampliação do endividamento do *free rider*. Logo, aparentemente, a proposição correta, uma vez que elas são mutuamente exclusivas, seria aquela que estivesse mais de acordo com o comportamento observado, com o real grau de cooperação entre os países europeus.

Estados nacionais estão sempre competindo, por mercados, por vantagens competitivas, por que não supor que poderiam recusar-se a cooperar neste momento? Entretanto, mesmo com a predominância da suposição de que nações não cooperam, seria necessário, adicionalmente, que esta não cooperação se revertesse em ampliação dos gastos governamentais. Ora, vimos na seção 2.2 que, desde o início da década de 80, os Estados não executam políticas fiscais ativas e procuram manter o seu déficit público em níveis baixos, mesmo na vigência de uma recessão. Seriam, portanto, fracos os motivos que levariam a crer que os governos passariam a ampliar seus estoques de dívida deliberadamente, aproveitando-se da possibilidade de usufruir das taxas de juros mais baixas e menos sensíveis a ampliação do volume de atividade interna. Este argumento é defendido por Giovaninni e Spaventa (1995).

Com base na leitura do capítulo inicial, o leitor poderia chegar a conclusão de que a hipótese mais provável seria a de que há cooperação entre os Estados - não haveria o surgimento do *free rider*. Porém, mesmo com a possibilidade de enfrentar taxas de juros mais baixas, permanece a possibilidade de insolvência de um dos países membros, principalmente se as taxas de crescimento permanecerem baixas e houver ampliação dos gastos (a ampliação dos gastos governamentais é uma tendência encontrada por diversos autores, principalmente em virtude das mudanças na estrutura demográfica da população) , e a insolvência é a grande ameaça à estabilidade monetária. Voltemo-nos, desta forma, para as análises propostas pelos autores Spaventa e Giovaninni, que se concentram nos efeitos deletérios da insolvência de um dos membro sobre os demais e sobre a estabilidade das finanças da União.

### 3.2 A possibilidade de uma crise no sistema financeiro

Estes autores italianos defendem que a percepção do público sobre a situação das finanças públicas de um determinado país pode levar ao caos na estabilidade financeira dos países membros da União. Um país tem a sua posição fiscal considerada como insolvente, o que leva a uma redução considerável na liquidez dos títulos da dívida, insuficiente para garantir a sua rolagem. A incerteza leva à ampliação da demanda por liquidez, prejudicando o sistema bancário duplamente, pois este já sofrera o impacto da redução da liquidez de uma parte importante de seus ativos - os títulos. Em decorrência da crise financeira, as taxas de juros aumentam, prejudicando a atividade econômica. O Banco Central Europeu é obrigado a intervir a fim de reverter esta situação, realizando uma política monetária acomodatória. A série de eventos decorrentes de determinada instabilidade nacional teria efeitos continentais e o estopim é a expectativa do público de que os títulos da dívida não serão pagos. É uma extensão das implicações do surgimento de um *free-rider* à catástrofe..

A princípio, o Banco Central Europeu não poderia atacar a fonte inicial da instabilidade, fornecendo garantias para os títulos emitidos pelos diversos países, porque é proibido de assumir tal comportamento pelo critério de *no bail-out*, do qual os detentores do título tem conhecimento. Outra opção restante ao BCE seria comprar estes títulos no mercado secundário, evitando assim a queda de sua liquidez e as suas conseqüências. Entretanto, devemos lembrar que a função principal do BCE é garantir a estabilidade de preços e, caso a compra destes títulos entrasse em conflito com a sua função primordial, ela não seria feita, o que permitiria a ocorrência da crise conforme descrita acima. Portanto, se o BCE não pode evitar este tipo de crise devido ao seu comprometimento para com a estabilidade de preços, é necessário que sejam tomadas medidas preventivas para evitá-la. Qual forma teriam estas medidas?

Os autores afirmam que seria necessário estabelecer regras específicas para cada país, regras estas que deveriam considerar as possibilidades de redução nos gastos e ampliação das receitas. No entanto, acredito que uma solução deste tipo seria unicamente econômica; os problemas políticos decorrentes seriam inúmeros. Uma das principais questões levantadas durante o processo de unificação foi a manutenção das soberanias nacionais, e, esse tipo de solução poderia ser facilmente acusada de interferir nas soberanias.

Spaventa e Giovannini levantam uma questão que até então não fora tratada, a possibilidade do surgimento desse evento, acima descrito, faz parte da incerteza radical keynesiana. Mesmo com o estabelecimento de regras, um evento adverso de grandes proporções poderia dar margem a situações semelhantes. A gestão da política monetária não estaria isenta de situações adversas, poderia ser obrigada a tomar atitudes acomodatórias e evitar o caos. Riscos deste eventos adversos são intrínsecos ao processo de unificação e fazem parte do *trade-off* que envolve a sua criação. O futuro é incerto, o policiamento anterior à criação da moeda única é insuficiente. A partir destas constatações partimos para a análise do formato das regras.

#### **4. Análise da forma das regras - critérios para a dívida e para o déficit**

Vimos na seção anterior que o uso de regras pode ser necessário para evitar possíveis desequilíbrios orçamentários nacionais, os quais podem minar a estabilidade monetária da União. Qual a forma ideal que as regras a serem estabelecidas devem tomar para atingir estes objetivos?

Primeiramente devemos levar em consideração o fato de que estas regras devem estar relacionadas, preferencialmente, a índices observados, e não estimativas do seu comportamento futuro. Economia não é uma ciência exata, as estimativas poderiam ser otimistas, autorizando uma série de países com grandes dificuldades financeiras a pertencer a União. Na hipótese inversa, caso estas estimativas fossem extremamente rígidas, uma série de países com finanças públicas sadias poderia ser impedido de pertencer à União. Alternativamente, as suposições feitas a respeito do comportamento futuro dos indicadores da saúde fiscal poderiam beneficiar alguns países e prejudicar outros, dando margem a contestações.

Devemos, desta maneira, nos voltar para indicadores do comportamento observado das finanças públicas de um país. Surge outra questão: devem ser estabelecidos indicadores universais, ou seja, independentes da atual situação das finanças públicas de um país? Vimos como diverge a atual situação fiscal entre os países europeus e o ponto de partida certamente não pode ser o mesmo. Deve o ponto de chegada sê-lo? Regras diferenciadas, como vimos, poderiam ser positivas no aspecto econômico mas extremamente controversas no aspecto político. A solução para este dilema estaria em apresentar regras universais, usando como indicadores índices

observados do comportamento das finanças públicas, permitindo, contudo, uma certa abertura para aqueles países cuja atual situação é mais delicada.

O indicador deve ser rígido o suficiente para impedir a entrada de países com graves desequilíbrios orçamentários. A partir da leitura do capítulo anterior, é possível perceber quais os indicadores que se enquadram nesta categoria. Em relação à dívida, vimos que este compromisso não pode ser eliminado e não pode tomar a forma da *Golden Rule*, e nem ser substituído pelo cálculo da sustentabilidade das finanças públicas. A respeito do déficit, vimos que indicadores relativos ao déficit primário são pouco confiáveis. Resta-nos, assim o uso das relações dívida/PIB e déficit/PIB, tal como contido no Tratado de Maastricht.

Gros (1992) afirma que o período ao qual se aplicam estas regras é extremamente curto; para a existência, ou não, de sustentabilidade da Política Fiscal, a base de dados utilizada deveria ser mais ampla. A utilização dessa base de dados permitiria também tornar o processo de transição menos penoso. O autor finaliza afirmando que os critérios são arbitrários (lembre-se de que estes valores eram as médias observadas entre os países europeus durante o ano de 1992 - ano de expansão na atividade econômica) e extremamente duros, indo muito além do que aquilo que é necessário para o EMU, ameaçando até mesmo a sua própria realização.

É importante lembrar que os valores estabelecidos (60% para dívida e 3% para o déficit) só garantem a exclusão de países com políticas fiscais insustentáveis caso o crescimento das economias e a taxa de juros permaneçam nos níveis inicialmente supostos. Ou seja, mesmo que implicitamente, essa regra contém estimativas a respeito do comportamento futuro e, caso estas estimativas se revelem erradas, nada impede o aparecimento de desequilíbrios como os descritos anteriormente. Devemos considerar aquilo que foi colocado na sessão anterior: permanece a possibilidade de choques adversos que levem países fiscalmente sadios à situação de insolvência e não existem garantias no sentido contrário. Desta forma, regras cuja aplicação está limitada ao período anterior ao da unificação não impedem o surgimento de desequilíbrios que ameacem a estabilidade monetária. Para garantir a certeza da permanência da estabilidade desejada é necessário, entre outros, que a vigilância a respeito das condições das finanças públicas se estenda ao período posterior à unificação.

## Conclusões

Acredito que as observações que podem ser retiradas da análise dos eventos apresentados nos capítulos iniciais vai muito além das constatações contidas no capítulo anterior. Estas ficam extremamente limitadas ao campo “regras, não regras, índices” e falham ao não perceber a real importância do evento discutido.

Sabemos que a proposta de unificação monetária é inédita, assim como o são os critérios para inflação, déficit, dívida, taxas de juro e câmbio. Entretanto, o critério que foi tratado neste texto - relativo às finanças públicas - sobressai-se aos demais por ser o único que apresenta valores absolutos (os demais apresentam valores relativos e a possibilidade de se adequar a eles depende, entre outros, do desempenho dos países membros) e por tratar exatamente da Política Fiscal, a qual durante muitas décadas foi considerada como instrumento de política e não alvo - a variável independente se torna dependente.

A necessidade de estabelecer esses critérios revela a metamorfose sofrida pela Política Fiscal. As dificuldades enfrentadas durante as três últimas décadas causaram uma ampliação na dívida e nos gastos dela decorrente. Os altos volumes de endividamento e a necessidade de rolar os estoques de dívida tornam os governos nacionais prisioneiros dos mercados financeiros. A gestão das finanças públicas passa a conter uma série de novos fatores e os países europeus, que desde o início da década de oitenta não realixam qualquer tipo de política fiscal expansiva, passam também a almejar estabilidade nos valores do déficit, independente das alterações ocorridas nas atividades econômicas. Com o Tratado de Maastricht, aquilo que até então fora uma alternativa de gestão passa a ser uma necessidade - a fim de pertencer à União Monetária é preciso atender aos valores de referência.

Por outro lado, vimos como o uso de regras somente em um período anterior ao da unificação pode ser insuficiente para garantir a estabilidade monetária. A possibilidade de um choque com grandes impactos negativos sobre as finanças públicas de países aparentemente equilibrados existe. Para evitar este evento pós unificação seria necessário a continuidade da observação do desempenho fiscal, atitude esta passível de críticas - a soberania nacional estaria sendo ameaçada - e ainda insuficiente, pois a simples observação não reduz o impacto do choque. Portanto, não há mecanismo que resguarde completamente a União de desequilíbrios monetários causados por desequilíbrios fiscais. Ao se manterem os diferentes Estados nacionais, com autonomia

de gestão da política fiscal permanece esse risco. Por mais que procurem manter a independência do Banco Central e o controle da política monetária, os gestores nunca estarão cem por cento seguros e a incerteza permanece. Por mais específicas e elaboradas que sejam as regras, não conseguem eliminá-la.

**Anexo 1 - Periodização dos sistemas cambiais e do SME, da situação das finanças públicas nos países pertencentes à UE e uma pequena parcela da teoria econômica em relação à eficácia da Política Fiscal.**

Período	Sistema Cambial Situação	Evolução das contas públicas	Teoria Econômica
Anos 60	Vigência do sistema de Bretton Woods, padrão ouro-dólar. Moedas europeias conversíveis a partir de 1958. Taxas de câmbio fixas em relação ao dólar. Limite de variação de 0,75%.	Crescimento e prosperidade econômica. Amplia os níveis de tributação e as receitas governamentais, construção do Estado de Bem Estar Social. Dívida e déficit muito baixos. Final, primeiros sinais de esgotamento da prosperidade.	Predomínio das idéias Keynesianas, ampliação da intervenção estatal. "Curva de Philipps"- Trade-off inflação - desemprego
Anos 70	Início da serpente no túnel, período de turbulência nos sistemas cambiais. Fim do padrão ouro-dólar, queda de Bretton Woods, serpente "sai do túnel" diversas retiradas e realinhamentos. 79 o SME entra em funcionamento.	Crises do petróleo, inflação e descontrole das contas públicas. rigidez das receitas e ampliação dos gastos - queda da atividade, ampliação no serviço da dívida (elevação das taxas de juro nominais), maior gasto com transferências e salários (indexadas) e políticas discricionárias (73/74 e 78/79)	Surgimento das propostas monetaristas de Friedman, valorização da política monetária como instrumento de estabilização. Hipótese racionalidade leva a conclusão de que não há trade-off inflação e desemprego no curto prazo.
Anos 80	Três fases do SME: 79/83 política dólar forte - alta nas taxas de juros, e inflação (maior dispersão). Desequilíbrios conta corrente. Vários ajustes de paridade - acomodar diferenças de inflação. Mais estável que serpente. 83/87 ampliação da estabilidade, queda inflação, juro real constante. SME estável apesar do dólar. 87/90 SME sem alinhamentos, coordenação monetária e convergência, leva ao início da Conferência Intergovernamental.	Três períodos (1 crescimento 2 não). 79/84 queda no nível de atividade. Crescimento das receitas ajustadas ao ciclo. Ampliação dos gastos com serviço da dívida. 85/89 período de ampliação do nível de atividade e arrecadação. Queda da inflação reduz o fiscal drag. Gastos estáveis, redução dos salários e consumo governamental, ampliação das transferências. Entrada de governos conservadores, não há ampliação da carga tributária	idéias monetaristas são empregadas por Volcker e Reagan nos EUA, coloca-se metas para o crescimento de agregados monetários. Novos Clássicos. Hipótese de racionalidade torna a intervenção estatal ineficaz no curto e no longo prazo. Inexiste qualquer trade-off entre inflação e desemprego.
Anos 90	Estabilidade leva ao EMU, assinatura Maastricht e unificação alemã traz desequilíbrios - lira, libra e peseta. Alta nas taxas de juro devido ação do Bundesbank frente à unificação alemã	Depois de 1989 redução no nível de atividade e na arrecadação. Grande ampliação dos gastos governamentais. Crescem salários setor público, transferências, e saúde.	Novo clássico, Lucas ganha prêmio Nobel em 1995.

## Anexo 2 - Os critérios de convergência do Tratado de Maastricht

O artigo 109j do Tratado para a União Europeia estabelece quatro critérios de convergência para o cumprimento das condições necessárias para a adoção da moeda única e da aceitação no EMU. Os quatro critérios são especificados abaixo:

a) *Estabilidade de preços*: “Significa que o Estado membro tem uma taxa de inflação, observada durante um ano antes do exame, que não excede aquela dos três países membros com melhor performance em termos de estabilidade de preços por mais de 1 ½ pontos percentuais”.

b) *Estabilidade da taxa de câmbio*: “Significa que o Estado membro obedeceu as margens de flutuação fornecidas pelo mecanismo de câmbio do SME sem tensão severa por ao menos dois anos antes do exame. Em particular, o Estado membros não devem ter desvalorizado a taxa bilateral central de sua moeda em relação à qualquer outro Estado membro por iniciativa própria durante este mesmo período”.

c) *Convergência da taxa de juros nominal no longo prazo*: “Significa que a taxa de juros média de longo prazo, observada por um período de um ano anterior ao exame, não deve exceder aquela dos três Estados membros com melhor performance em termos de estabilidade de preços por mais de 2 pontos percentuais”.

d) *Sustentabilidade da situação das Finanças Públicas*: Os critérios sobre disciplina orçamentária contém dois requerimentos quantitativos: o primeiro em relação ao déficit orçamentário (a taxa do déficit público em relação ao PIB a preços de mercado não deve exceder 3 pontos percentuais) e o segundo em relação à dívida pública bruta nominal financeira (a taxa de dívida pública em relação ao PIB a preços de mercado não deve exceder o valor de 60 pontos percentuais). Entretanto, a definição estrita destes dois requerimentos quantitativos expressos em termos de percentagem são enfraquecidos por requerimentos adicionais. O artigo 104c do Tratado afirmam que um Estado membro com um déficit público superior ao valor limite de 3% pode ser admitido de qualquer maneira no EMU se 1) A taxa tem declinado substancialmente e continuamente e atingido um nível que se aproxima do valor determinado como alvo ou, alternativamente, 2) o *overshooting* em relação ao valor de referência é somente temporário e excepcional e a taxa esta caindo a um nível suficiente para atingir o valor de referência em um período satisfatório. Da mesma maneira, um Estado membro com uma relação dívida/PIB maior do que 60% é admitido de qualquer maneira se esta taxa

estiver caindo a um nível considerado satisfatório e se aproximando deste valor de referência.

Adicionalmente, o Tratado ainda impõe duas outras restrições ligadas diretamente às decisões governamentais:

e) *Proibição do financiamento monetário*: O Banco Central de um Estado membro não deve comprar instrumentos de dívida diretamente do governo central (no bail-out cause).

f) *Harmonização da taxa indireta*: O Tratado afirma que a harmonização da taxa indireta especificada deve ser adotada. Isto é necessário para garantir o bom funcionamento do mercado interno.

Fonte: (Roberti e Visaggio 1992)

### Referências Bibliográficas

- BOVENBERG, A. L. et alii, "Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policy", *Staff Papers*, International Monetary Fund, vol. 38, junho 1991, pp 374-398.
- CHOURAQUI, J. C. "Los Déficit Públicos en los Países de la OCDE: Causas Consecuencias y Remedios," *Papeles de Economía Española*, n. 24, pp 2-32, 1985
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPÉIAS. *O ECU*. Luxemburgo: Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Européias, 1987.
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPÉIAS. *O que é o SME*. Luxemburgo: Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Européias, 1991.
- de GRAUWE, P. "Monetary union and convergence economics", *European Economic Review*, n. 40, pp 1091-1101, 1996.
- GIOVANINNI, A. et alii, "Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No Entry-Clause", *The Debate on Money in Europe*, Cambridge: MIT Press, pp 231-258, 1995
- GROS, D. *European Monetary Integration: from the european monetary system to european monetary union*, London: Longman, 1992.
- HOBBSBAWN, E. *Age of Extremes: the short twentieth century 1914-1991*, London: Michael Joseph Ltd, 1994.
- HOLLAND, S. *El mercado inComún*, Madrid: H. Blume ediciones, 1981.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Policy Coordination in the European Monetary System, *Occasional Paper*, n.61, IMF: Washington D.C., 1989.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). The European Monetary System in the Context of the integration of the European Financial Markets, *Occasional Paper*, n. 66, IMF: Washington D.C., 1989.
- LEIBFRITZ, W. et alii. Fiscal Policy, Government Debt and Economic Performance, *Working Paper*, n. 144, Economic Department OCDE: Paris, 1994.
- OXLEY, H. et al. "Controlling Government Spending and Deficit: Trends in the 1980s and Prospects for the 1990s," *OCDE Economic Studies*, n.17, pp 145-180, autumn 1991.
- PRADO, S. *Intervenção Estatal, Privatização e Fiscalidade: Um estudo sobre a Constituição e Crise do Setor produtivo Estatal no Brasil e os processos de privatização a nível mundial*. Campinas: UNICAMP. IE, 1995. (Tese de Doutorado)
- ROBERTI, P. et VISAGGIO, M. "Fiscal Adjustment between Fiscal Harmonization and the Maastricht Convergence Criteria," *Rivista di Politica Economica*, n. 6, pp 261-294, June 1992.

THE ECONOMIST, From Here to EMU, p 72, august 5th 1995

THYGESSEN, N. "Should Budgetary Policy be Coordinated Further in Economic and Monetary Union - and is that Feasible", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Roma: BNL Edizioni, pp 5-31, Special Issue March 1996

TSOUKALIS, L. *The Politics and Economics of European Monetary Integration*, London: George Allen and Unwin, 1977.