

ok

Questão monetária - Europa



1290000942



IE

TCC/UNICAMP Sa11q

A QUESTÃO MONETÁRIA
EUROPÉIA: EVOLUÇÃO E
PERSPECTIVAS



Monografia de Graduação.
IE- UNICAMP.
Sob orientação da
Profª Drª Monica Baer

MARCO AURÉLIO GUERRA DE SÁ
Campinas, dezembro de 1993

ÍNDICE

Introdução.	2
1. A Ordem Monetária Internacional no Imediato Pós-Guerra e a Criação da União Européia de Pagamentos (UEP).	5
1.1. A Ordem Monetária Internacional no Pós-Guerra (1944-1950).	5
1.2. A Resposta Européia: UEP.	14
1.3. Uma Década de Estabilidade.	19
2. A Crise de Bretton Woods e a Resposta Européia.	22
2.1. O Colapso do Padrão Dólar-Ouro.	22
2.2. A Europa na Crise do Dólar.	23
2.2.1. O Plano Werner.	29
2.2.2. A Formulação Original do Plano Werner.	30
2.3. A Solução Monetária Européia: a "Serpente".	32
2.3.1. A "Serpente" no Túnel.	32
2.3.2. A "Serpente Livre".	38
2.3.3. A Fase Final da "Serpente": a Zona do Marco Alemão.	44

3. O Sistema Monetário Europeu.	47
3.1. Antecedentes.	47
3.2. Mecanismos do SME.	54
3.3. Fases do SME.	59
3.3.1. A Fase Inicial: Implementação do SME (março de 1979 a março de 1983).	60
3.3.2. A Fase de Consolidação (março de 1983 a setembro de 1987).	62
4. A União Económica e Monetária.	69
4.1. O SME e a "Estabilidade" (setembro de 1987 a setembro de 1992).	69
4.2. Os Planos de União Económica e Monetária da Europa.	73
4.2.1. O Ato Único de 1986.	74
4.2.2. O Relatório Delors.	75
4.2.3. O Tratado de Maastricht.	81
4.3. A Crise do SME.	84
4.4. Um Breve Comentário sobre as Perspectivas da União Monetária Europeia.	92
Anexo.	97
Bibliografia.	107

A QUESTÃO MONETÁRIA
EUROPÉIA: EVOLUÇÃO E
PERSPECTIVAS

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é discutir a questão monetária européia. Este é um tema básico nas tentativas de coordenação das economias da Europa Ocidental desde os anos 50. Em princípio fundamentados nos desequilíbrios verificados a nível de Sistema Monetário Internacional, os mecanismos de regulação monetária na Europa foram progressivamente adquirindo maior profundidade. Esta orientação, resultante de uma conjunção de fatores econômicos - o sucesso relativo do desafio que é o Mercado único - e políticos - o interesse dos governantes europeus na aproximação política -, acabou por conformar um notório esforço da Comunidade Econômica Européia por um projeto de "União Econômica e Monetária" (UEM) de seus países-membros. Este projeto, entre inúmeras inovações, propõe na esfera monetária a adoção de uma moeda comum (o ECU) e de um sistema federativo de Bancos Centrais, a reger a política monetária comunitária com independência.

Há toda uma série de razões para a Europa perseguir a maior regulação de suas economias. O processo tem um custo econômico elevado, exige uma significativa dose de convergência e transigência por parte dos países envolvidos, mas no balanço tem um saldo altamente positivo. As vantagens são ainda mais enfatizadas no caso europeu, de economias historicamente imbricadas, de fundamental

complementaridade. A relevância da integração monetária é manifesta nesse contexto. A estabilidade nas relações cambiais é fundamental para a maior funcionalidade da unificação econômica. No caso da Europa são doze moedas diferentes e que efetivamente dividem-se entre divisas fortes e fracas. Se não houver uma regulação monetária os efeitos de alterações constantes entre as paridades podem comprometer as relações econômicas entre os países da Comunidade: o risco cambial permaneceria muito mais elevado.

A experiência comprova as dificuldades enfrentadas pela Europa diante do problema cambial nos momentos de crise do Sistema Monetário Internacional (SMI). O comércio regional decaiu, a atividade econômica inevitavelmente declinou. A busca de uma União Monetária vem justamente neste propósito: a Europa procura refúgio em saída unilateral à instabilidade característica do SMI desde a crise de Bretton Woods, na tentativa de solucionar sua questão monetária interna. Não se sabe, no entanto, até que ponto um tal recurso é válido, ou, ao menos, como fazê-lo funcional. Diante da Crise do atual Sistema Monetário Europeu (SME), existe hoje na Europa um grandioso impasse quanto à condução futura do problema monetário e cujo equacionamento envolverá, além de muita vontade política, um possível redimensionamento da forma como é tratada a questão monetária europeia. O constante esforço pela coordenação cambial na Europa a partir da crise de Bretton Woods reflete

bem a necessidade da regulação monetária-cambial para a região; a Comunidade Econômica Européia em particular precisa do equilíbrio cambial para a fluência das relações econômicas entre seus membros.

O capítulo I deste trabalho descreverá a instabilidade monetária internacional do pós-Guerra (II Guerra Mundial) e como e por quê a partir de uma situação de escassez mundial de dólares a Europa criou a União Européia de Pagamentos. O capítulo II discutirá a crise de Bretton Woods e a resposta européia com o Plano Werner e a "serpente" (o primeiro mecanismo de regulação efetivamente monetária da Europa), às taxas de câmbio flutuantes que se seguiram a partir de então no SMI. O capítulo III mostrará como a Europa retomou a coordenação monetária comunitária com a criação do Sistema Monetário Europeu, depois do fracasso parcial da "serpente". O capítulo IV, finalmente, tratará do projeto atual de União Econômica e Monetária da Europa, eixo da plena integração monetária da Comunidade, e dos problemas causados a este projeto pela recente crise do SME.

1. A Ordem Monetária Internacional no Imediato Pós-Guerra e a Criação da União Européia de Pagamentos (UEP).

1.1. A Ordem Monetária Internacional no Pós-Guerra (1944-1950).

A Conferência de Bretton Woods, em julho de 1944 nos Estados Unidos, marca a restauração formal do padrão câmbio-ouro. As negociações de Bretton Woods, amplamente conduzidas pelos EUA, estipularam fundamentalmente duas medidas que, segundo seus formuladores, restabeleceriam o equilíbrio monetário a nível do Sistema Monetário Internacional (SMI): (1). o retorno às paridades fixas e à conversibilidade-ouro das principais moedas e (2). a criação do Fundo Monetário Internacional. O intento de Bretton Woods era o de, através de moedas conversíveis ao ouro e supostamente garantidas pelo fundo de reservas que se conformara junto ao FMI, restabelecer o multilateralismo nas relações monetárias internacionais, revigorando o SMI.

A formulação original do Acordo estipulava que as taxas de câmbio deveriam obedecer a um mecanismo de paridades fixas mas ajustáveis. Este mecanismo significava que as moedas teriam suas paridades definidas e apenas em última instância poderiam ser alteradas, numa clara tentativa de se retornar ao padrão câmbio-ouro mas com maior flexibilidade - e

assim credibilidade. Para a manutenção destas paridades os países deveriam ou intervir no mercado cambial de modo a manter a flutuação de suas moedas na faixa (determinada pelo Acordo) de $\pm 1\%$ em relação às paridades definidas ou atrelar suas moedas ao ouro a uma cotação fixa. As paridades poderiam ainda ser modificadas em casos de desequilíbrio "fundamental", termo que não ficou esclarecido pelos estatutos do Acordo, e apenas em até um patamar de $\pm 10\%$, sendo que qualquer alteração para além disto deveria receber aprovação do FMI.

O Fundo Monetário Internacional, por sua vez, tinha um duplo caráter. Além da dimensão política que assumiu enquanto organização internacional e que seria a partir de então instrumento do exercício da hegemonia econômica dos países mais desenvolvidos (em seu momento inicial notadamente os EUA), o FMI era também mecanismo monetário-creditício, um fundo mundial de reservas monetárias⁽¹⁾. A composição deste fundo ficou definida em termos de "quotas", arranjo criado para efeito do funcionamento do próprio FMI e que consistia num valor fixo em ouro determinado pelos países-membros e renegociado a cada cinco anos⁽²⁾. Para subscrever uma "quota" um país-membro deveria depositar junto ao FMI 25% do valor daquela em ouro e os 75% restantes em sua própria moeda nacional. O número de "quotas" de cada país era aberto, tendo Bretton Woods inicialmente (1947) limitado o valor total destas em US\$ 8,8 bilhões⁽³⁾. O peso de cada país-membro nas votações do Fundo era

⁽¹⁾ O FMI entrou em operação em março de 1947.

⁽²⁾ A primeira "quota" adotada pelo FMI correspondia a US\$ 100.000.

⁽³⁾ in: *Dam, The Rules of the Game - Reform and Evolution in the International Monetary System* (1982).

dado em função do número de "quotas" que este subscresse, de forma que era interessante deter a maior quantidade possível de "quotas" por uma maior influência nas decisões do organismo⁽¹⁾. Este fundo de "quotas" seria a base do mecanismo creditício do FMI, arranjado da seguinte forma: cada país-membro teria direito automático à totalidade de suas reservas no Fundo, tendo acesso direto (em ouro) aos 25% das "quotas" depositados em ouro e recebendo ainda crédito (em moeda conversível) equivalente a duas vezes os 75% restantes subscritos em moeda nacional, crédito este entretanto cedido mediante o cumprimento de normas de política econômica estabelecidas pelo FMI.

O mecanismo cambial de paridades fixas mas ajustáveis foi adotado por dois motivos: (1). as taxas de câmbio fixas foram excluídas porque envolviam ajuste apenas pelo país deficitário em caso de desequilíbrio de balanço de pagamentos, o que era intrinsecamente desestabilizador da ordem monetária internacional (particularmente na situação de liquidez escassa característica do imediato pós-Guerra); (2) as taxas de câmbio flutuantes, acreditava-se à época, não permitiriam um funcionamento minimamente estável do SMI, pois seriam utilizadas deliberadamente para fins de ajuste de balanço de pagamentos. Com as paridades fixas mas ajustáveis esperava-se que as crises verificadas em momentos anteriores em função dos problemas estruturais do padrão libra-ouro

⁽¹⁾ Cada país-membro tinha direito comum a 250 votos. Além destes, cada "quota" correspondia a um voto. Em 1947, os EUA detinham 31,46% do peso das votações e a Inglaterra 15,02%, ou seja, praticamente metade do poder deliberativo do Fundo. Esta formulação foi assim forjada para necessariamente beneficiar a posição hegemônica da economia americana no pós-Guerra.

precedente, entre elas as taxas de câmbio irrevogavelmente fixas, e que comprometeram o funcionamento adequado das relações monetárias internacionais não mais se repetissem. Buscava-se garantir um mínimo de estabilidade para o SMI: com o ajuste de balanço de pagamentos passando também por uma alteração (coordenada) das paridades cambiais, o seu peso ficava dividido entre a economia deficitária e todos os outros países a manter relações econômicas com aquela. A maior estabilidade estaria assim numa crescente convergência das atuações econômicas dos vários países. O FMI, através do fundo de "quotas", atuaria a financiar estes ajustes de balanço de pagamentos, condicionando créditos à correção dos desequilíbrios estruturais de cada economia em questão.

Esta formulação, no entanto, não se revelou funcional. O padrão câmbio-ouro que Bretton Woods tentava implementar exigia um mínimo de estabilidade monetária internacional, inexistente naquele momento pós-Guerra. Um padrão câmbio-ouro teoricamente implica que toda unidade monetária emitida por um país deva necessariamente ter um lastro em ouro. Na prática, contudo, um padrão câmbio-ouro é muito mais uma convenção estabelecida pela Comunidade Monetária Internacional quanto à confiança numa eventual conversibilidade plena de uma moeda do que verdadeiramente a efetiva total conversibilidade da moeda em questão ao ouro. Para que se instaure tal estado de confiança para com uma moeda é preciso, entretanto, alguns indícios de que tal moeda é relativamente

estável, de que não é feita pelo seu governo-emissor instrumento deliberado de financiamento.

O elemento por excelência a definir a estabilidade de uma moeda dentro de um padrão câmbio-ouro é o nível de reservas do país-emissor dessa moeda, uma vez que é este nível maior ou menor que determinará a capacidade de tal moeda terminar solvente um movimento especulativo que eventualmente sofra. Um indicador muito relevante do nível de reservas de um país é o saldo do balanço de pagamentos, e de maneira muito simples: se há déficit o país perde reservas, por outro lado, se há superávit, o país acumula reservas. Na cena econômica internacional do pós-Guerra, a implementação do padrão câmbio-ouro nos moldes formulados por Bretton Woods revelava-se implausível: não havia confiança a nível de SMI numa eventual conversibilidade-ouro de muitas das principais moedas, particularmente as européias. A Europa saía da II Guerra Mundial com a economia destruída e incorrendo em amplos déficits na balança comercial e no balanço de pagamentos como um todo. Era patente que qualquer iniciativa por uma conversibilidade-ouro das moedas européias naquele momento estaria fadada ao fracasso: primeiro, porque os déficits de balanço de pagamentos mais que atestavam as escassas reservas dos países europeus; segundo, porque como teria que reconstruir sua economia, inevitavelmente a Europa recorreria a novos empréstimos e ampliaria seu déficit comercial, aumentando ainda mais os saldos negativos dos balanços de pagamentos dos países da região. A tentativa de se restaurar a conversibilidade-ouro

ficava desde logo debilitada pelas frágeis moedas europeias, pois não havia possibilidade de se instaurar confiança a nível de Comunidade Monetária Internacional naquelas divisas. O padrão câmbio-ouro proposto por Bretton Woods, portanto, não teria o respaldo do SMI naquele momento.

O único país no mundo capaz suscitar a credibilidade internacional quanto a uma eventual conversibilidade plena de sua moeda ao ouro eram os EUA: a sua situação de superavitários crônicos durante a Guerra dava ampla credibilidade ao dólar como reserva monetária a nível de SMI. De fato, o acúmulo de reservas pelos EUA associado à situação de escassez de liquidez internacional vivida no pós-Guerra acabaram por instaurar na prática, diversamente do padrão câmbio-ouro acordado em Bretton Woods, um padrão dólar, onde todas as outras moedas passariam a se referendar pelo valor do dólar, estando este em última instância atrelado à cotação fixa ao ouro. Isso foi possível por três motivos: o primeiro, necessariamente o fato de que a posição superavitária do balanço de pagamentos americano dava credibilidade ao dólar enquanto ativo monetário internacional; o segundo, a ineficácia do mecanismo creditício do Fundo, que com recursos estimados em US\$ 3 bilhões (cerca de 25% em ouro das "quotas") não recomporiam a liquidez internacional, o que foi feito pelo dólar; e o terceiro, a conjunção do poder econômico americano com a sua força política e militar, de forma que os EUA efetivamente exerceram a sua hegemonia mundial para impor ao

mundo capitalista¹¹ um padrão monetário baseado em sua moeda, e que restaurasse o equilíbrio do SMI. Assim, os EUA consolidavam-se como a potência hegemônica mundial do pós-Guerra e colocavam o dólar como elemento central da nova ordem monetária internacional.

Seria bastante improvável alguma outra saída para o SMI naquele momento: além de os EUA dominarem a cena econômica (e política) mundial, o padrão câmbio-ouro de Bretton Woods significaria ainda o ajuste de balanço de pagamentos dos países deficitários europeus para que se forjasse credibilidade quanto à conversibilidade de suas moedas. Ora, esta solução era extremamente contraditória em termos da outra questão central do pós-Guerra, a reconstrução da Europa. Por um lado a Europa estaria restaurando a conversibilidade-ouro de suas moedas; por outro, no entanto, estaria condenando a sua estrutura econômica, pois não conseguiria jamais a liquidez necessária para se restabelecer sem a incorrer em pesados déficits de balanço de pagamentos. Aceitar o padrão-dólar significava o retorno da liquidez no SMI, enfim, o revigoramento das relações econômicas internacionais. Não haveria dinamismo algum da economia mundial com a adoção do padrão câmbio-ouro. O mundo inevitavelmente padeceria da falta de liquidez. Ao mesmo tempo, Bretton Woods não implementava nenhum mecanismo criador de liquidez internacional, à exceção de seu limitado fundo de reservas (e que na realidade era mero depósito de reservas já

¹¹ A hegemonia norte-americana ficou clara em Bretton Woods com a vitória da Proposta White (dos EUA) sobre a Proposta Keynes (da Inglaterra).

existentes de cada país). Com tamanha inconsistência, a liquidez no pós-Guerra só poderia ser restaurada mediante a expansão do dólar a nível de SMI. Para tanto os EUA deveriam tornar seu balanço de pagamentos deficitário, ou seja, deveriam perder reservas para progressivamente restabelecerem a liquidez internacional, agora fundamentada em sua moeda. Uma tal atuação do dólar seria altamente positiva para os Estados Unidos como potência hegemônica internacional: teriam além da força política e econômica, também poder de livre financiamento, pois sua moeda, à cotações fixas, seria a partir de então utilizada como ativo monetário a nível mundial.

Entretanto, os EUA ainda sofreram resistências internas para que o dólar assumisse a responsabilidade de ser o elemento central da ordem monetária internacional. Surgiu em 1946-47 um forte sentimento nacionalista no país e que acabou por ser defendido pelo Congresso americano. Tal evolução do comportamento político dos EUA veio em função de um temor quanto ao comprometimento da otimizada situação econômica até então alcançada pelo país, acreditando os defensores desta postura antiinternacionalista que o financiamento da economia internacional e, particularmente, da reconstrução européia debilitariam a posição superavitária de balanço de pagamentos já adquirida, enfraquecendo a economia americana. No entanto, dois fatores vieram a alterar este posicionamento americano ainda em 1947: por um lado havia a ameaça soviética à hegemonia político-militar adquirida pelos EUA com a Guerra, mas que a partir do momento em que não mais era reenfocada debilitava-

se; por outro lado, e que efetivamente foi o fator decisivo na reorientação da política internacional dos EUA, está o fato de que sem o esforço beligerante para dar dinamismo à economia americana esta principiava inevitavelmente a entrar em recessão, de modo que só em se partindo para a expansão da economia mundial, o que implicava em o dólar assumir o papel de moeda central do SMI e financiar a reconstrução européia, estariam os EUA livres do retrocesso na sua atividade econômica. A atuação dos EUA com a adoção do Plano Marshall (1946-50), principalmente após 1948, será sempre neste sentido.

Para tentar reduzir a escassez de dólares, os EUA e Canadá fizeram empréstimos da ordem de \$ 1 bilhão para a Europa. Esperava-se que estes empréstimos fossem suficientes para dar início à recuperação econômica do continente, entretanto, em 1948 uma nova crise de liquidez internacional só foi evitada através de novos empréstimos de \$ 1,5 bilhões à Europa (entre 1948 e 1950). Estes dois empréstimos constituíram o Plano Marshall, e foram o passo inicial do processo de recuperação da Europa. A partir de 1950, os EUA assumiriam definitivamente posição deliberada visando favorecer a reconstrução européia. Para tanto, no período de 1950 a 1955 incorreram em déficits de balanço de pagamentos de cerca de US\$ 1 bilhão por ano, mobilizando recursos para a Europa sobretudo sob a forma de ajuda militar, com o estacionamento das tropas na região, e, em escala menor, de Investimento Direto Estrangeiro (IDE).

1.2. A Resposta Européia: UEP.

O esforço pela recuperação das economias da Europa não foi exclusivamente norte-americano. Houve na realidade um componente europeu tão importante quanto os recursos enviados pelos EUA. Ora, dada a histórica imbricação das economias européias, à medida que um país fosse se recuperando inevitavelmente propagaria para os outros da região os efeitos benéficos de seu crescimento econômico. No caso europeu, estes efeitos sempre tiveram um elemento transmissor principal, seja o comércio. Entretanto, o comércio regional europeu simplesmente não se revigorava no pós-Guerra. Isso ocorria por dois motivos: (1). a restrição de créditos comerciais imposta pela escassez de liquidez internacional, que incentivava o surgimento do bilateralismo no relacionamento comercial entre os países da Europa, e (2). a inépcia do mecanismo creditício do FMI, de recursos muito limitados, para superar tal escassez de liquidez, reforçando ainda mais o bilateralismo. Para aquelas economias onde o comércio intra-europeu representava a maior parcela de seu comércio exterior, a impossibilidade de se realizar este comércio regional era extremamente prejudicial a seu desenvolvimento. Diante de tais fatos, em 1950 criou-se a União Européia de Pagamentos (UEP), instituída como um instrumento a incentivar o comércio europeu diante da dificuldade de liquidez do SMI, o que necessariamente estava debilitando a retomada do crescimento europeu.

Os dezessete países-membros da Organização para a Cooperação Econômica Européia (OCEE), criada em 1948 para conduzir a reconstrução européia e antecessora da atual Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), estabeleceram a UEP entre si em 1950. A UEP marca a primeira das experiências de coordenação econômica na Europa suscitada por desenvolvimentos no âmbito monetário internacional, embora não envolvesse necessariamente regulação monetária. A União substituiu o Acordo de Pagamentos Intra-Europeu (APE), mecanismo criado em 1948 pela OCEE para alocação do crédito norte-americano sob a rubrica do Plano Marshall de modo a incentivar o comércio europeu, mas que se mostrou inepto para tal finalidade por falhas na própria estruturação. A UEP era fundamentalmente um mecanismo de apoio à expansão comercial: era uma câmara de compensação das operações comerciais entre os países da OCEE, reduzindo suas necessidades de divisas. A UEP estabelecia as paridades das moedas européias e criava a Unidade de Conta Européia (UCE), que seria a moeda de conta da futura Comunidade Econômica Européia (CEE) até 1977 e que foi utilizada dentro da UEP para registro e compensação das transações entre os países-membros. Além de proporcionar o mecanismo compensatório como alentador do comércio intra-europeu, a UEP tinha ainda mecanismo que possibilitava a extensão de linhas automáticas de crédito para qualquer membro com déficit de balanço de pagamentos. Estes créditos eram cedidos pelo país superavitário, que pelos estatutos da União deveria tornar-se credor dos países insolventes. Pela

formulação original do mecanismo, as moedas (ou até mesmo ouro) em que deveriam estar regulados estes créditos deveriam ser definidas pelos países envolvidos em cada operação. No caso de esses créditos serem insuficientes, o problema em última instância recairia sobre o FMI (mesmo que a UEP e o FMI fossem instituições distintas e sem qualquer vínculo a nível estatutário), que teria que decidir o montante de créditos multilaterais a colocar à disposição da União e regular quanto os devedores deveriam reembolsar em ouro ou dólar.

Com a UEP a Europa pôde progressivamente retomar os níveis anteriores de comércio regional, o que foi, dada a elevada complementaridade de suas economias, um fator extremamente importante a contribuir para a recuperação da região depois da II Guerra Mundial. Do restabelecimento das economias européias ao retorno à conversibilidade de suas moedas a distância era pequena, pois a estabilidade econômica, com a recomposição dos níveis de reservas de cada país, permitiria novamente a fixação das paridades. Tanto foi assim que já em 1953 a Alemanha queria deixar a UEP e tornar o marco alemão conversível ao ouro. A Alemanha, superavitária estruturalmente no comércio europeu do pós-Guerra, começava a ver a UEP como elemento a impedir um dinamismo de sua economia, devido ao compromisso assumido em manter posição credora em moedas inconvertíveis. As pressões da Alemanha foram válidas, tanto que em 1954 alteraram-se as regras originais da UEP e ficou acordado que 50% dos créditos da União estariam regulados em ouro ou dólar (ou seja, ativos convertíveis) e os 50%

restantes em outras moedas a critério das partes envolvidas nas transações. Porém, a Alemanha seguiu pressionando e em agosto de 1955 houve reforma ainda mais profunda no mecanismo creditício da UEP, estabelecendo-se que 75% do crédito estaria definido em ouro ou dólar e os 25% restantes em outras moedas. Este direcionamento imposto à UEP marca a última fase da reconstrução européia, momento em que as economias já estavam revigoradas, o comércio regional e internacional já estavam restabelecidos e o quadro de liquidez escassa no SMI já era superado. De fato, entre 1955 e 1960 os EUA incorreram em déficits de balanço de pagamentos de US\$ 3 a 4 bilhões por ano, mantendo a ajuda militar à Europa mas sobretudo ampliando o IDE americano no continente. Com tal recomposição da liquidez internacional e com o comércio regional fluindo e recebendo maciços recursos sob a forma de IED, a Europa retomou a força econômica anterior e em situação mais competitiva pela reestruturação produtiva de suas economias.

Neste quadro de estabilidade e de perspectivas favoráveis de crescimento seria natural que os países europeus começassem a buscar novamente a conversibilidade de suas moedas. Isto seria forma de consolidar definitivamente o revigoramento de suas economias através do acúmulo de reservas monetárias internacionalmente aceitas, conseguindo assim uma plena reinserção na economia mundial. Um instrumento compensatório como a UEP, que restringia o acúmulo de ouro ou dólares em grande escala por parte dos países superavitários, caso da Alemanha, começava a mostrar-se inadequado ao

funcionamento das economias européias restabelecidas. Essa limitação da UEP em sua fase terminal, a pressão da Alemanha associada ao desejo da Inglaterra de reaver a posição da libra como moeda proeminente nas transações internacionais e a intenção da França de estabilizar a paridade do franco para dar maior dinamismo ao seu comércio internacional, fizeram com que os países europeus em dezembro de 1958, ao firmarem o Acordo Monetário Europeu (AME), restabelecessem a conversibilidade-ouro de suas moedas e extinguissem a UEP, que ficava inócua em situação onde não mais havia escassez de liquidez internacional e as moedas eram todas conversíveis. A UEP, assim, em parte conformou as condições de seu próprio auto-esgotamento: ao operar em favor do revigoramento do comércio regional europeu, permitiu a reconstrução econômica da Europa, a recomposição do nível de reservas daqueles países e, em função desses fatores, o subsequente retorno de suas moedas à conversibilidade. A UEP tornava-se desnecessária.

Este Acordo Monetário Europeu efetivamente substituiria a UEP a partir de 1961, supostamente buscando dar continuidade à função daquela de ativadora do comércio regional europeu, atuando junto à compensação dos fluxos comerciais entre os países da região. A principal diferença em relação à UEP era a de que os lançamentos seriam agora feitos em sua totalidade em ouro ou moedas conversíveis, extinguindo-se o mecanismo anterior de acúmulo de saldos em moedas inconvertíveis. O AME, entretanto, nunca teve maior importância como mecanismo de compensação, uma vez que o comércio europeu

não sofreria mais problemas de liquidez com suas moedas novamente conversíveis. O comércio europeu a partir de então fluiria livremente, não era mais preciso artifício algum para a sua ativação.

1.3. Uma Década de Estabilidade.

Dentro deste contexto de estabilidade, em 25 de março de 1957 foi assinado o Tratado de Roma, entrando em vigor em janeiro de 1958 ao criar a Comunidade Econômica Européia (CEE) e que seria o elemento consolidador da recuperação européia. Os seis países signatários, Alemanha (Occidental), França, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo intentavam o estabelecimento de um mercado comum europeu através da unificação das tarifas aduaneiras da Comunidade. O objetivo maior do Tratado era, portanto, incentivar o desenvolvimento do comércio regional europeu, que por intermédio da UEP e agora (1958) com a restauração da conversibilidade das moedas da região, retomava o seu papel de elemento altamente dinamizador daquelas economias. O Tratado de Roma, então, diante do momento histórico em que foi criado, não poderia conter disposições monetárias mais amplas. Isso é facilmente explicado por um único motivo: em 1958, e mesmo antes, as moedas européias já estavam prontas para retornar a conversibilidade, ou seja, adequar-se plenamente a Bretton Woods com suas paridades fixas e seu padrão-dólar. Estava restaurada a estabilidade cambial internacional dentro da ordem vigente no SMI, o que tornava os

problemas monetários enfrentados pela Europa desde o pós-Guerra (ou mesmo desde o fim do padrão libra-ouro em 1931) inexistentes. Um arranjo monetário específico da região mostrava-se portanto desnecessária naquele momento. E, de fato, a Comunidade conheceria fase próspera de crescimento econômico desde sua criação até o final dos anos 60 no contexto das regras estabelecidas com o padrão-dólar. A situação só viria a se alterar quando o SMI começou a emitir sinais de crise, em meados de 1967.

Há cena de notória estabilidade econômica na Europa entre 1958 e 1967. O comércio regional europeu cresceu praticamente 50%⁽¹⁾ desde a fundação da CEE até 1967, ajudado pela ordem estabelecida a nível de SMI com o retorno à conversibilidade das principais divisas. De fato, em 1961, apenas três anos após o retorno à conversibilidade o marco alemão e o florim holandês foram valorizados frente ao dólar e desse modo frente às outras moedas européias. Tal ajuste foi ainda resquício das políticas econômicas empreendidas para o retorno à conversibilidade na década de 50, mas era também sintomático do desequilíbrio marcante de força econômica entre os países da CEE. A tal valorização do marco alemão mostrava um indício do grave problema que surgiria no futuro, quando as taxas de câmbio viessem a flutuar, que seria a fortaleza da Alemanha frente aos outros países europeus, refletido nas paridades cambiais. Naquele momento, no entanto, a valorização do marco alemão não veio a se configurar elemento

⁽¹⁾ Ver Tabela I.

desestabilizador das relações européias ali no princípio dos anos 60. Embora ficasse como problema latente, a virtual superioridade produtiva da estrutura econômica alemã e que valorizava sua moeda foi contida a nível monetário comunitário por um atrelamento pleno de todas as moedas às paridades fixas de Bretton Woods. Entre 1962, com a entrada do Canadá no sistema, e 1967, o princípio da crise, não houve uma única alteração de paridades no SMI, e a economia européia (e mundial) operou com total estabilidade. A crise, entretanto, estava sendo gestada.

2. A Crise de Bretton Woods e a Resposta Européia.

2.1. O Colapso do Padrão Dólar-Ouro.

A euforia da *seigniorage* americana e a convivência e necessidade dos outros países, seja pelo acúmulo de dólares em seus Bancos Centrais (o que financiava o déficit crescente dos EUA), seja pela emissão de suas próprias moedas (o que dava margem mais ampla de emissão para os EUA sem efetivamente redundar em crise especulativa contra o dólar), acabaram deflagrando a crise do padrão-dólar em 1968. Esta se estendeu de março de 1968, que marca o *Two Tier Agreement*, a fevereiro de 1973, com o anúncio dos EUA de que o dólar passaria a flutuar, acabando com a ordem de paridades fixas estabelecida em Bretton Woods.

Os EUA seguiram toda a década de 60 incorrendo em déficits de balanço de pagamentos, muito embora soubessem do risco que isso representava para a estabilidade internacional de sua moeda e, subsequente, do SMI. Ora, o padrão-dólar estava assentado num estado de confiança da comunidade internacional na moeda americana. Ainda que a plena conversibilidade ao ouro de qualquer moeda fosse pura ficção, o funcionamento do padrão-dólar fundamentava-se efetivamente numa credibilidade adquirida internacionalmente nesta suposta conversibilidade-ouro do dólar, que por assim ser era muito mais questão de convenção que realidade. Havia, entretanto, um

problema estrutural neste tipo de ordenamento do SMI com base no padrão-dólar. Por um lado, havia a necessidade de liquidez internacional, que necessariamente era suprida pelos déficits de balanço de pagamentos americano. Esta postura deficitária dos EUA constituem o paradoxo do padrão-dólar, pois ao mesmo tempo em que há necessidade de liquidez internacional o déficit americano não pode tornar-se crônico, sob o risco de com um volume excessivamente alto de liquidez no mercado financeiro internacional ser generalizada uma crise de confiança na moeda americana e assim no próprio padrão-dólar que rege o SMI. Por outro lado, se se restringe a oferta de liquidez internacional o dólar não seria melhor divisa que qualquer outra para servir de padrão, porque o que estava em questão em Bretton Woods era justamente um padrão monetário que desse liquidez ao mundo. O papel central foi assumido pelo dólar porque este efetivamente tinha a credibilidade internacional necessária para fazer expandir a liquidez na economia mundial, embora se soubesse da fragilidade de um Sistema Monetário Internacional fundamentado nestes termos⁴¹. O padrão-dólar era intrinsecamente instável, geraria inevitavelmente uma crise no futuro (ou por falta ou por excesso de liquidez) e havia consciência disso quando de sua adoção.

O governo americano tentou implementar política que atenuasse a expansão desenfreada do dólar no mercado financeiro internacional. No princípio da década o governo

⁴¹ Isto é referência ao problema estrutural existente na formulação de Bretton Woods ao fundamentar o SMI no dólar identificado por Robert Triffin, contradição conhecida classicamente na literatura econômica como "Paradoxo de Triffin".

Kennedy (1961-63) adotou política econômica (seguida também pelo governo Johnson que o seguiria) visando à consecução de excedente comercial para compensar o amplo déficit de balanço de pagamentos da economia americana. Entretanto, apesar do superávit comercial alcançado entre 1961 e 1969 (em média US\$ 5,5 bilhões entre 1960 e 1964 e US\$ 2,8 bilhões entre 1965 e 1969)⁽²⁾, o déficit americano persistiu crescendo na segunda metade da década, aí impulsionado pelos altos gastos militares com a Guerra do Vietnã e já por uma progressiva deterioração da própria balança comercial. Por outro lado, a política de controles sobre os movimentos de capital implementada pelo governo Johnson em 1964 (e que se seguiu até 1974) não foi muito eficaz, pois se diminuiu o fluxo de capital americano para a Europa, ao mesmo tempo suscitou paralelamente o desenvolvimento do mercado de eurodólares que foi crucial na especulação contra o dólar no momento da crise de Bretton Woods.

Para um entendimento mais amplo de tal crise é interessante ressaltar-se o papel da libra esterlina dentro do SMI. A moeda inglesa efetivamente funcionou conservada em mãos de outros Bancos Centrais; (2). os detentores privados da moeda que temiam uma conversão generalizada pelos detentores oficiais desta por dólar; (3). a manutenção de força militar nos países da Commonwealth como contrapartida pela filiação ao organismo (e pelo monopólio de mercado resultante para Inglaterra); (4). a debilidade da balança comercial inglesa, abalada pela

⁽²⁾ Ver Tabela II.

ineficiência estrutural de sua indústria. O Governo Trabalhista que assumiu em 1964 buscou claramente recuperar a economconservados em mãos de outros Bancos Centrais, (2). os detentores privados da moeda que temiam uma conversão generalizada pelos detentores oficiais desta por dólar, (3). a manutenção de força militar nos países da *Commonwealth* como contrapartida pela filiação ao organismo (e pelo monopólio de mercado resultante para Inglaterra), (4). a debilidade da balança comercial inglesa, abalada pela ineficiência estrutural de sua indústria. O Governo Trabalhista que assumiu em 1964 buscou claramente recuperar a economituação deficitária dramática. O governo inglês decidiu-se então pela desvalorização da libra, não aceitando mais os recursos americanos. Em novembro de 1967 a libra esterlina era desvalorizada em torno de 15% frente ao dólar. Era esta a primeira alteração de paridades no SMI desde 1962, preludiando a crise que se instaurava definitivamente em Bretton Woods, ainda mais porque tornava o dólar mais vulnerável.

Da desvalorização da libra para o ataque especulativo contra o dólar não se deu muito tempo. Em ituação deficitária dramática. O governo inglês decidiu-se então pela desvalorização da libra, não aceitando mais os recursos americanos. Em novembro de 1967 a libra esterlina era desvalorizada em torno de 15% frente ao dólar. Era esta a primeira alteração de paridades no SMI desde 1962, preludiando a crise que se instaurava definitivamente em Bretton Woods, ainda mais porque tornava o dólar mais vulnerável.

Da desvalorização da libra para o ataque especulativo contra o dólar não se deu muito tempo. Em março de 1968, a pressão no mercado londrino de ouro começou a aumentar significativamente. Os EUA logo tomaram medida preventiva e em larga escala arbitrária: persuadiram os membros da *Gold Pool*⁽¹⁾ a aceitarem o que ficou conhecido como *Two Tier Agreement*, um acordo que reconhecia como atrelado à paridade oficial com o dólar apenas o mercado oficial de ouro (o mercado entre os Bancos Centrais); o mercado privado flutuaria a partir de então. Os EUA "persuadiram" os membros da *Gold Pool* a acordarem em tais termos porque ameaçaram fechar a *Gold Window* do *Federal Reserve* caso os Bancos Centrais não saíssem do mercado privado do ouro e negociassem apenas entre si. Implicitamente o *Two Tier Agreement* significava um alerta dos EUA à comunidade internacional de que a qualquer tentativa de se converter quantidades maiores de dólares por ouro, os EUA não mais responderiam pelo compromisso de conversibilidade irrestrita assumido em Bretton Woods. Em termos práticos isso significava que o dólar já estava inconversível. O anúncio oficial pelo governo americano seria agora questão de tempo.

Os EUA passaram a partir do *Two Tier* a realizar acordos com os Bancos Centrais de outros países, em especial Alemanha, Japão e Canadá, para que estes mantivessem suas

⁽¹⁾ A *Gold Pool* foi mecanismo criado em novembro de 1961 pelos Bancos Centrais dos EUA, Inglaterra e dos países da CEE para estabilizar o curso do ouro no mercado londrino. Era utilizado o seguinte artifício: estes Bancos Centrais comprometeram-se a colocar à disposição do Banco da Inglaterra a quantidade de ouro monetário necessária para a manutenção da cotação do ouro em US\$ 35 a onça. A paridade oficial do dólar ficava a partir de então protegida pelas reservas de sete países europeus. Na prática, isso significava a perda da confiança no dólar do mercado financeiro internacional, mesmo que não se tenha deflagrado nenhum movimento especulativo em sua direção até 1967.

reservas monetárias em dólares. Utilizaram-se de vários artifícios para tanto: desde a ajuda militar à ameaça de guerra comercial com a Europa. Entretanto, o governo Nixon, que assumiu em 1968, adotou uma postura passiva frente ao problema do déficit de balanço de pagamentos e, ainda que tenha sido mantido o controle sobre a saída de capitais, o déficit americano permaneceu muito elevado. A crise apresentou-se em maio de 1971, quando a desconfiança generalizada no dólar assumiu a forma de uma especulação massiva contra a moeda americana, originando grandiosos fluxos do mercado de eurodólares para a Alemanha, cujo marco alemão era a moeda mais forte da Europa. Os EUA adotaram uma postura oficial de que este era um problema da Alemanha, numa tentativa de induzir o marco alemão à valorização, o que beneficiaria o balanço de pagamentos americano. Os alemães resistiram até onde puderam, emitindo moeda para resgatar os dólares do mercado. Não desejavam, entretanto, seguir comprando dólares para manter a paridade existente, pois isto tinha efeitos comprometedores sobre o controle de sua política monetária. Dessa forma, o governo alemão permitiu que sua moeda fosse valorizada frente ao dólar, movimento seguido pelas outras divisas européias que também sofreram enchente de dólares em 1970-71.

O dólar, portanto, fluíu dos EUA e do euromercado (principalmente) para o mundo em 1971 num vasto movimento especulativo frente às outras moedas. A bancarrota do sistema de paridades fixas conversíveis ao ouro era um fato: os comprometimentos de ouro dos EUA com os outros Bancos Centrais

alcançavam em agosto de 1971 US\$ 43 bilhões, ou seja, quatro vezes mais que as reservas em ouro que possuíam. Em 15 de agosto de 1971 o governo americano anunciou a suspensão da conversibilidade do ouro ao dólar no mercado oficial e deixa sua moeda às pressões do mercado.

2.2. A Europa na Crise do Dólar.

O quadro de estabilidade econômica europeu descompôs-se completamente com a crise do SMI. A partir da desvalorização da libra em 1967 os movimentos especulativos acentuaram-se dentro das economias européias, sobretudo com o desenvolvimento do mercado de eurodólares. Em agosto de 1969 o franco francês era desvalorizado e em outubro o marco alemão valorizado. Em 1970 e 1971 a instabilidade se instaura definitivamente com os Bancos Centrais dos países europeus sofrendo um acúmulo vultoso de dólares excedentes, tendo mesmo que emitir moeda para resgatá-los no mercado e assim manter as paridades de suas moedas nacionais constantes. Este artifício pode até ter mantido, ainda que sobre bases débeis, as taxas de câmbio relativamente fixas dentro da ordem de Bretton Woods. No entanto, os efeitos sobre estes países foram os mais diversos possíveis dada a disparidade de desenvolvimento intra-comunitária. O comércio europeu e o projeto de Mercado Único da Comunidade haviam portanto entrado numa situação plenamente desfavorável à continuidade de sua evolução. Diante deste quadro de instabilidade do SMI, a CEE tentou no final da década

reestruturar seus planos de integração econômica e criou o Plano Werner, em 1970.

2.2.1. O Plano Werner.

O Plano Werner foi precedido pelo Plano Barre, lançado em fevereiro de 1969. Este plano, de formulação prematura diante da crise já vivida pelo SMI e por isso revelando-se extremamente prudente face a esta, apresentava fundamentalmente três propostas: (1). constituição de um instrumento de apoio monetário a curto prazo e ajuda financeira a médio prazo aos países-membros da Comunidade; (2). coordenação das políticas econômicas a médio prazo, sobretudo no tocante ao crescimento da Comunidade; (3). instituição de um sistema de consulta prévia entre os países-membros antes de alterações nas paridades cambiais. Este plano teve apoio praticamente inexpressivo, mas deve ser relevado pelo fato de ter relançado as discussões da Comunidade no âmbito monetário, em especial diante da crise do SMI, e de ter feito nascer as primeiras aspirações quanto uma maior regulação monetária entre os países europeus.

A Conferência de Haia, na Holanda, em dezembro de 1969, lançou a idéia de "União Econômica e Monetária" (UEM) da Europa, um processo a ser feito em duas fases: (1). a harmonização das políticas econômicas a curto prazo e a fixação dos objetivos quantitativos a médio prazo e (2). a criação de um fundo europeu de reservas que permitiria a fixação das taxas de câmbio. O projeto idealizado em Haia tomou forma sob o Plano

Werner⁽¹⁾ de outubro de 1970, que fixava o processo de União Econômica e Monetária da Europa em três etapas a serem alcançadas até 1980. O Plano Werner propunha (1), a fixação irrevogável das paridades européias e a adoção de uma moeda comunitária e (2), a centralização das decisões de política monetária a nível de Comunidade. O Plano Werner chegou efetivamente a ser posto em prática, segundo decisão do Conselho de Bruxelas de 9 de fevereiro de 1971. A primeira fase, que previa a coordenação das paridades entre os países europeus e a instituição de mecanismo de controle para as intervenções monetárias foi realmente posta em prática: houve a criação da "serpente" em 1972 e do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM) em 1973. O que não se pode afirmar é que tais mecanismos tenham sido implementados como originalmente concebidos. O Plano Werner acabou por se tornar resposta da Comunidade ao desando do SMI, entretanto foi resposta inócua porque planejada ainda antes do desfecho da crise: os desenvolvimentos que tomaria o SMI a partir de 1971 não poderiam estar previstos pelos formuladores do Plano, de forma que, embora se tenha tentado a sua adoção o contexto de crise desnaturou suas concepções originais e fez com que fracassasse em seu intento de UEM.

2.2.2. A Formulação Original do Plano Werner.

A idéia inicial do Plano Werner e que deveria ter sido implementada em junho de 1971 era a de uma flutuação

⁽¹⁾ De Pierre Werner, Primeiro-Ministro luxemburguês à época.

das moedas da Comunidade em conjunto com relação ao dólar. Este arranjo efetivamente foi o embrião da "serpente", o mecanismo de regulação monetária que virtualmente viria, a partir de 1972, a se configurar na resposta europeia à crise do SMI. Esta formulação original do que seria a "serpente" previa uma faixa de flutuação das moedas europeias entre si de $\pm 0,75\%$ determinada a partir da cotação bilateral de cada moeda europeia com o dólar. O Plano Werner definiu tal mecanismo como "serpente no túnel", pelo fato de as moedas europeias estarem restritas à flutuação de $\pm 1\%$ com o dólar estabelecida desde Bretton Woods (e que efetivamente vigorava). O "túnel", portanto, seria esta faixa de flutuação de $\pm 1\%$ com o dólar⁽¹⁾. O Plano estipulava que os Bancos Centrais deveriam intervir sempre que as paridades ameaçassem ultrapassar a margem dos $\pm 0,60\%$, de modo que na prática as moedas europeias flutuariam nesta faixa mais estreita dos $\pm 0,60\%$. O interessante com isso era reduzir ao máximo a instabilidade cambial na Europa, que já era flagrante e desestruturava as relações econômicas da Comunidade (particularmente o comércio e os sistemas financeiros nacionais).

O estreitamento da flutuação das divisas europeias pela "serpente no túnel" em sua primeira formulação nunca entrou de fato em vigor. Desde maio de 1971 a especulação contra o dólar imobilizou o Plano Werner, pois cada moeda assumiu um comportamento distinto e impediu a conformação de uma resposta comum da Europa à crise naquele momento. O marco

⁽¹⁾ Ver Figura I.

alemão e o florim holandês passaram a flutuar livremente em junho (de 1971), e quando a crise foi deflagrada em agosto todas as outras moedas responderam de forma unilateral. A flutuação efetivamente generalizou-se na Europa depois de 15 de agosto de 1971, e a regulação monetário-cambial original do Plano Werner morria antes mesmo de ser posta em prática.

2.3. A Solução Monetária Européia: a "Serpente".

2.3.1. A "Serpente no Túnel".

O Acordo do Instituto Smithsonian de Washington, nos EUA, de 18 de dezembro de 1971, procurou equacionar a instabilidade cambial no SMI. Este Acordo foi celebrado pelo Grupo dos Dez (G-10) e fundamentalmente buscava retomar parcialmente o padrão-dólar: desvalorizou a moeda americana, que passou a valer US\$ 38 por onça de ouro, e fixou novamente as paridades das principais moedas, só que agora estas flutuariam numa margem de $\pm 2,25\%$ entre si. O dólar, embora desvalorizado, continuava com cotação fixa. O quadro de instabilidade, entretanto, continuaria marcando o SMI, pois não se conseguiu recompor minimamente o que mais importaria naquele momento de crise, a confiança na conversibilidade-ouro do dólar, enfim, a base de Bretton Woods e de sua suposta estabilidade. Os movimentos especulativos contra a moeda americana continuaram. A sua desvalorização e o mecanismo de flutuação das outras moedas não contornariam novos ataques ao dólar. Tomou-se consciência de que a instabilidade estava

efetivamente no núcleo do SMI, a moeda americana. O mecanismo que ampliava as margens de flutuação poderia ser um fator a conferir alguma estabilidade, mas seria incapaz de neutralizar as crises de especulação num cenário internacional totalmente instável, porque o dólar, fundamento do Sistema, continuava sobrevalorizado e não mais sustentava oficialmente a conversibilidade-ouro. Novos movimentos especulativos contra a moeda americana não tardariam.

O saldo do Acordo do Smithsonian para a Europa não foi nenhum pouco positivo. Por um lado as moedas européias valorizaram-se com o Acordo em média 10% frente ao dólar (marco alemão, 13,57%; franco francês e libra esterlina, 8,57%; lira italiana, 7,48%; florim holandês, 11,56%). Tal valorização não significava, entretanto, maior estabilidade cambial para a Comunidade. A ameaça de nova desvalorização do dólar era iminente, porque este estava sobrevalorizado e o fechamento da *Gold Window* intensificava ainda mais as pressões especulativas contra a moeda americana. Esta instabilidade cambial frente ao dólar tinha reflexos necessariamente diversos entre as várias divisas européias, com uma tendência marcante de valorização do marco alemão mesmo em relação às outras divisas da Comunidade. Além da ameaça de nova desvalorização do dólar, o mecanismo cambial implementado pelo Acordo do Smithsonian aguçava a instabilidade cambial na Europa. Com a generalização oficial da flutuação de $\pm 2,25\%$ entre todas as divisas, enquanto a amplitude máxima de flutuação das moedas européias com relação ao dólar era de 4,5%, entre estas tal amplitude atingia 7%

(imagine-se por exemplo uma moeda A valorizada no limite superior da margem com relação ao dólar e uma moeda B desvalorizada no limite inferior da margem; a amplitude total é de 9%). Tamaíha amplitude de flutuação era extremamente prejudicial à estabilidade cambial da Comunidade e assim a todas as relações intra-européias, comerciais e financeiras.

Em março de 1972, nas negociações do Acordo de Basileia, na Suíça, acordou-se uma redução das margens de flutuação entre as moedas da CEE: definiu-se uma faixa para as moedas européias entre si de $\pm 1,125\%$, que se mantinham atreladas à flutuação com o dólar na margem de $\pm 2,25\%$ estabelecida pelo Acordo do Smithsonian⁽¹⁾. Nascia assim, pelo Acordo de Basileia, firmado em 24 de abril de 1972, a "serpente" européia, o primeiro mecanismo efetivamente de regulação monetária da Comunidade Econômica Européia. Esta apareceu dentro do discurso de implementação da primeira etapa do Plano Werner, como um passo inicial rumo à unificação econômica e monetária da Europa: na realidade, entretanto, constituía efetivamente resposta européia à crise do SMI.

Conforme a sua formulação original de maio de 1971 (a que não foi posta em prática), este mecanismo ficou conhecido como "serpente no túnel" porque as moedas européias também flutuariam com o dólar, com a diferença de ser numa faixa mais ampla, de $\pm 2,25\%$ (na versão original, já detalhada, a faixa era de $\pm 1\%$). Aqui, novamente, esta faixa

⁽¹⁾ Ver Figura II.

de Flutuação com o dólar constituiria o "túnel". As paridades das moedas seriam as definidas pelo Acordo do Smithsonian. Neste, cada uma das divisas européias e o dólar tiveram seu valor alterado. Estes valores foram os que conformaram a grade de paridades da "serpente", que tinha como valor central a cotação do dólar em relação à cada moeda européia e a partir das quais se dava toda a flutuação.

A diferenciação mais marcante da "serpente" que foi posta em prática da que foi formulada em 1971 está no mecanismo de intervenção adotado pelos Bancos Centrais para a manutenção das paridades intra-européias flutuando na faixa de $\pm 1,125\%$; pelo menos teoricamente estas intervenções poderiam ser feitas nas moedas dos países cujas divisas atingissem os limites de flutuação. Um instrumento de créditos de curto prazo recíprocos (entre os países envolvidos) e ilimitados em valor, com base nas reservas monetárias do país superavitário, facilitava as intervenções.

Dentro da ótica do Plano Werner o estreitamento das margens da flutuação e os mecanismos de intervenção teoricamente introduzidos pela "serpente" desempenhariam uma função muito importante no sentido da futura União Econômica e Monetária. Algumas vantagens seriam: (1). o dólar, pelo menos nos estatutos do Plano, deixava de ser o intermediário exclusivo das intervenções no mercado cambial (isso porém nunca ocorreu na prática, continuando o dólar a ser amplamente utilizado); (2). todas as moedas européias podiam tornar-se

meios de intervenção, o que deveria incitar os Bancos Centrais dos países europeus a reterem mais reservas em divisas da Comunidade, elemento implicitamente a exigir maior estabilidade cambial das divisas; (3). a inconvertibilidade ouro do dólar e o mecanismo de flutuação mais estreita entre as moedas européias fariam com que os Bancos Centrais da Europa agora também acumulassem reservas em divisas da Comunidade por serem estas possivelmente mais estáveis que o dólar a médio prazo; (4). o estreitamento das margens iniciava o processo de maior aproximação das paridades européias até se ter uma moeda única; (5). possibilitaria o surgimento de uma maior solidariedade intra-comunitária a nível monetário pelo fato de a variabilidade cambial ser menor na Europa. A "serpente", portanto, asseguraria um princípio de convergência na conduta econômica dos países da CEE. Isso porém só aconteceria se o mecanismo viesse a funcionar sem sobressaltos, de maneira em que os eventuais desequilíbrios da estrutura paritária fossem excepcionais. A experiência, no entanto, mostra que ocorreu exatamente o contrário.

Os países da Comunidade entraram na "serpente" no que foi talvez o período mais grave da crise do SMI, a fase entre o Acordo do Smithsonian (dezembro de 1971) e a segunda desvalorização do dólar em fevereiro de 1973. A agudeza da crise nesse período é marcante, pois não se tinha padrão monetário algum definido para o SMI. Por um lado, o Acordo do Smithsonian não definira precisamente a flutuação das moedas, e por outro, não se podia confiar no dólar como referência, já

que os movimentos especulativos contra a moeda americana continuavam, seguindo esta valorizada e sem que o governo Nixon tomasse (nem tomaria) decisão alguma para conter o derramamento de dólares dos EUA para o exterior (os déficits de balanço de pagamentos norte-americano foram em 1971 de US\$ 29,8 bilhões, em 1972 de US\$ 12,8 bilhões e em 1973 de US\$ 9,6 bilhões)⁽⁴⁾. Em resumo, não se tinha padrão monetário internacional: nem a flutuação nem as paridades fixas serviam de referência para a comunidade internacional.

A primeira crise da "serpente" ocorreu em junho de 1972, quando a Inglaterra deixou o mecanismo para flutuar livremente a libra em virtude de um forte ataque especulativo contra sua moeda (a Irlanda saiu do mecanismo junto com a Inglaterra). Em janeiro de 1973, a Itália toma a mesma atitude. O mecanismo é definitivamente debelado com a nova crise do SMI em fevereiro de 1973, quando uma outra onda especulativa contra o dólar ocorre e os EUA têm que recorrer a uma segunda desvalorização de sua moeda, em 10% em relação ao ouro. A reação européia desta vez foi mais brusca, principalmente porque o dólar permanecia com um valor tão artificial quanto anteriormente. A Alemanha, que mais uma vez havia sido o alvo do afluxo de capital na crise de fevereiro, prontamente organizou uma resposta a nível de CEE e que na prática desencadeou definitivamente o câmbio flutuante. Esta resposta veio do Acordo de Paris de 16 de março de 1973 firmado entre os nove membros da CEE: os seis países que ainda mantinham taxas

⁽⁴⁾ Ver Tabela II.

de câmbio no "túnel" (com o dólar por referência) no princípio da crise (França, Alemanha, Dinamarca, Bélgica, Holanda e Luxemburgo) decidiram-se pela flutuação concertada e controlada de suas moedas, desvinculando-se completamente da flutuação com o dólar. A "serpente no túnel" acabava aí, com o fim do atrelamento das moedas européias ao dólar, e era substituída pela "serpente livre", restrita às divisas (seis delas) da Comunidade.

3.3.2. A "Serpente Livre".

A "serpente livre" (também conhecida como "serpente fora do túnel") marca uma reformulação do mecanismo de regulação monetária europeu, que se desvincula por inteiro da moeda americana. A margem de $\pm 2,25\%$ era adotada para a flutuação das moedas européias entre si, enquanto a margem de referência destas em relação ao dólar, o "túnel", desaparecia; os Bancos Centrais dos países europeus ficavam desobrigados de intervir na flutuação do dólar⁽¹⁾. Todos os membros da Comunidade que estavam na "serpente no túnel" continuaram no mecanismo reformulado. Os três outros países que já haviam saído da "serpente", Inglaterra, Irlanda e Itália, continuaram flutuando suas moedas, só que agora adotando a flutuação livre, sem mais quaisquer vínculos com o mecanismo cambial europeu. O significado prático do Acordo de Paris que criara a "serpente livre" era, portanto, facilmente identificável: a flutuação,

⁽¹⁾ Ver Figura III.

embora controlada, vigoraria a partir de então entre os países da Comunidade, diversamente do SMI que oficialmente continuava arraigado a fictícias paridades fixas (o que só seria revisto no Acordo da Jamaica de 1976). Era resposta a mais direta possível da Comunidade à crise monetária internacional e em particular aos EUA, notadamente os responsáveis pela desordem que se generalizara.

Dentro deste cenário de crescente instabilidade do SMI, o Plano Werner foi ficando progressivamente em segundo lugar. O projeto de conformação de um bloco monetário a convergir para uma moeda única mostrava-se cada vez mais inviável naquele momento. Tal orientação exigia algumas condições que jamais seriam atingidas em plena crise. Em primeiro lugar, seria preciso haver vontade política de cooperação, ou seja, uma atuação dos países a nível de política econômica que fosse progressivamente subordinando interesses nacionais aos de uma política feita para toda a Comunidade. Isso era algo inimaginável diante da gravidade da situação econômica no período: as economias européias, embora com um relacionamento econômico muito próximo, apresentavam realidades macroeconômicas de grande diversidade, o que tornava difícil uma maior convergência nas respostas à crise. Neste caso, a falta de convergência era ainda mais agravada pelo fato de se ter um país como a Alemanha, cuja moeda era virtualmente muito mais forte que qualquer outra da Comunidade. Em segundo lugar, seria preciso uma ausência de maiores distúrbios na cena econômica internacional para que um projeto como o Plano

Werner, de conformação de um bloco monetário único, pudesse ser desenvolvido sem ser atropelado por desenvolvimentos da economia mundial que acabariam por alterar a ordem estabelecida. Finalmente, seria preciso a criação de um Fundo Monetário Europeu, que exercesse a função imprescindível de regulador monetário-creditício, atuando como agente estabilizador do relacionamento do bloco. Estes elementos não se verificaram no momento de crise e a união monetária lançada pelo Plano Werner foi ficando mais e mais distante. Quando se chegou em janeiro de 1974, que deveria marcar a segunda etapa do Plano, este foi adiado sem data para ser retomado. Caracterizava-se assim a "serpente livre", como fundamentalmente resposta minimalista à crise do SMI, porque de outra maneira não teria sido implementada.

A vida da "serpente" de março de 1973 em diante pode ser melhor entendida uma vez que se tenha muito claro que a década de 70 foi de total divergência na atuação econômica dos países-membros da Comunidade. A crise de Bretton Woods inevitavelmente foi o fator primordial para o descompasso entre os países europeus: efetivamente diante dos problemas do SMI cada um, diante de sua realidade econômica, assumiu comportamentos distintos. Entretanto, outro fator contribuiu significativamente para agravar o quadro: o choque do petróleo de 1973. Entre outubro de 1973 e março de 1974, o preço do petróleo quadruplicou. Como a Europa apresenta um elevado déficit entre sua produção e seu consumo de petróleo, tal desenvolvimento dos preços do produto resultou num brutal

déficit de balança comercial para os países europeus. O déficit comercial fez com que a Europa entrasse em recessão em 1974 e 1975, agravada ainda mais por o problema envolver o petróleo, fonte principal de energia para a indústria européia. A recessão foi intensificada pelo cenário inflacionário que o aumento dos preços do petróleo desencadeou na Comunidade. Esta combinação de inflação com recessão ficou conhecida como "estagflação", e teve suas origens, além do choque do petróleo, também com um choque nos preços de *commodities* em 1974, devido a quebras de safra e redução da produção de carne internacionalmente. Este quadro, de crise no SMI (agora tendo os movimentos especulativos agravados pelo fluxo de dólares dos países produtores de petróleo e altamente superavitários para o euromercado) e de estagflação, resultaria em deixar ainda mais longe o equilíbrio interno e externo dos países-membros da Comunidade. Nestas circunstâncias desfavoráveis, era inconcebível que os países da Europa sacrificassem as vantagens da flexibilidade das taxas de câmbio e sobrecarregassem a política monetária com a tarefa de manter as paridades parcialmente fixas da "serpente". Ora, nenhum compromisso com taxas de câmbio ainda que parcialmente fixas teria efetivamente grande êxito num período em que as economias européias experimentavam ao mesmo tempo fortes ataques especulativos, diferentes taxas de inflação, déficits de balança comercial, choques de custos de produção e recessão. Não foi por menos que entre março de 1973 e outubro de 1978 (o final da "serpente livre"), registraram-se dezenove alterações de paridades

centrais ou saídas do mecanismo, e que este tenha terminado restrito à Alemanha, que confirmava sua moeda como a mais forte da Europa, e a algumas outras divisas-satélites do marco alemão: as três moedas do Benelux e as coroas da Dinamarca⁽¹⁾, Suécia e Noruega⁽²⁾.

A "serpente livre" apresentou alguns elementos diferenciadores com relação à sua versão anterior. O mecanismo que determinava a grade de paridades com referência central ao dólar foi abolido, ficando aquela agora definida em termos das moedas européias, cada uma tendo sua cotação bilateral com as outras. No entanto, a maior inovação desta nova versão da "serpente" está na criação do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM), em abril de 1973. O FECOM foi estabelecido para regular os saldos resultantes de operações financeiras entre os países da Comunidade, numa base multilateral. A função principal do Fundo naquele momento ficou restrita ao mecanismo de flutuação cambial, assumindo este a responsabilidade de coordenar as intervenções dentro das margens e de definir as paridades oficiais do sistema⁽³⁾. Quanto às intervenções, estas ficavam assim definidas: (1). todos os Banco Centrais ficavam obrigados a intervir quando suas moedas atingissem as margens da faixa de flutuação, recebendo apoio na forma de crédito em valor ilimitado pelos outros Bancos Centrais, seja pela emissão de créditos "swap" entre o Banco Central em dificuldades e

⁽¹⁾ A Dinamarca entrou na CEE em 01.01.73 junto à Inglaterra e Irlanda. Ver Quadro II.

⁽²⁾ A Suécia e a Noruega entraram na "serpente" em 1974, ainda que não fizessem parte da CEE.

⁽³⁾ De acordo com o Plano Werner, o FECOM deveria ser o embrião do futuro Banco Central Europeu, passando por uma etapa intermediária onde constituiria um Fundo Monetário Europeu, semelhante ao FMI.

qualquer outro (Banco Central) membro da "serpente" e que deveriam ser repostos no final da intervenção, seja através da compra da moeda fraca pelos outros Bancos Centrais, neste caso tornando-se o Banco Central emissor da moeda fraca involuntariamente devedor; em ambos os casos essas operações financeiras venciam um mês após o final do mês em que o "swap" ou a intervenção no mercado ocorreram, podendo ser prorrogadas por mais três meses; (2). as intervenções no interior das margens deveriam ser reguladas pelo FECOM, salvo se todos os Bancos Centrais da Comunidade tomassem decisão contrária. Ambas as intervenções, segundo os estatutos do Acordo de Basiléia, poderiam ser feitas em moedas européias.

Isto, entretanto, praticamente nunca ocorreu: as intervenções foram feitas quase que exclusivamente em dólares, vendendo-se a moeda americana para se sustentar a moeda fraca. Os países da "serpente", portanto, não diversificaram suas reservas, que continuaram a ser compostas basicamente por ouro, dólar, e Direitos Especiais de Saque (DES)⁽¹⁾. Tal desconfiança com relação às moedas européias mostra bem as dificuldades enfrentadas pelo projeto de União Européia do Plano Werner: as respostas à crise foram unilaterais, não havia maior convergência de políticas econômicas no sentido de se promover a união européia. É, portanto, justificável que os países da CEE não tenham acumulado reservas em moeda local, pois estas

⁽¹⁾ Inovação financeira do FMI surgida com a crise de Bretton Woods. Corresponde a uma cesta de moedas instituída pelo G-10 e que supostamente estaria mais isenta às variações cambiais devido à composição diversa (várias moedas) de seu valor.

não ofereciam maior segurança. A "serpente" revelava-se o que realmente era: um mero acordo cambial; não houve maior esforço em termos de cooperação monetária na Europa naquele momento, a crise do SMI antepondo-se às condutas econômicas dos países europeus.

2.3.3. A Fase Final da "Serpente": a Zona do Marco Alemão.

A "serpente" acabou reduzida a uma "mini-serpente" em torno da Alemanha, conformando uma zona do marco alemão, que nada tinha de comunitário. Diante da instabilidade econômica e monetária internacional vivida nos anos 70, qualquer comprometimento dos países europeus com um mecanismo cambial só ocorreria se não fosse elemento agravador de suas conjunturas econômicas internas. A "serpente" viveu esse problema ao longo da década; em diversos momentos as moedas entraram e saíram da flutuação conjunta, num movimento que acabou por minorar a sua validade enquanto instrumento a proporcionar estabilidade cambial na Europa. Em janeiro de 1974, depois de ter perdido um terço de suas reservas cambiais e temendo os efeitos da subida do preço do petróleo, a França abandonou o mecanismo. Em maio de 1975, o Franco, desvalorizado em 15%, retornou à "serpente" mas com a paridade anterior, o que apenas suscitou forte movimento especulativo e fez com que a moeda francesa abandonasse definitivamente a flutuação conjunta em março de 1976. Modificações das paridades centrais bilaterais foram feitas em junho de 1973, outubro de 1974 e

outubro de 1978. Em 1978 só restavam os países da dita zona do marco alemão: Alemanha, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Dinamarca, Noruega e Suécia. A flutuação havia limitado-se a uma única moeda: o marco alemão, e porque este se valorizava frente ao dólar. As outras divisas efetivamente se atrelavam à moeda alemã, acompanhando o seu comportamento. A "serpente" fracassava em sua tentativa de trazer estabilidade cambial para a Europa como um todo.

A "serpente", entretanto, mostrou algum sucesso em termos de área monetária regional, e talvez tenha sido isso o que fez com que os nove países da Comunidade tenham, no Conselho de Bremen, na Alemanha, em julho de 1978, pronunciado-se a favor da criação de um novo mecanismo de coordenação monetária amplamente baseado nela, obviamente que com uma série de aperfeiçoamentos e inovações institucionais. De fato, a relativa resistência das moedas da zona do marco alemão à inflação que tomou conta do resto do mundo mais a necessidade manifesta em Bremen pelos países-membros da Comunidade de se estabelecer uma zona monetária de estabilidade na Europa para a recuperação do crescimento econômico⁽¹⁾ e das relações intra-comunitárias⁽²⁾ fizeram com que o futuro mecanismo fosse (inicialmente) muito semelhante à "serpente". O Congresso de Bruxelas, na Bélgica de 5 de dezembro de 1978, criou o Sistema

⁽¹⁾ As principais economias européias tiveram crescimento do PIB menor que os EUA e Japão no período de 1974-78 (exceto a França): em média Alemanha 2,1%, Inglaterra 1,2%, Itália 2,2%, EUA 2,8%, Japão 3,4% e França 3,1%.

⁽²⁾ O comércio regional europeu envolveu no período 1973-80. Em 1973 este representava 21,3% do comércio mundial e em 1980 19,3% do total. Os efeitos de tal queda são perversos para economias que têm em média 50% de seu comércio feito regionalmente. Ver Tabela I.

Monetário Europeu (SME), efetivamente fundamentado sobre a "serpente" e que viria a substituí-la a partir de março de 1979. O SME simultaneamente visava o relançamento do processo de integração econômica européia. A "serpente", portanto, embora tenha fracassado em seu intento original e mais amplo (no contexto do Plano Werner) de promover a convergência monetária dos países europeus para a posterior União Econômica e Monetária, e mesmo em sua restrita implementação prática objetivando apenas conferir estabilidade cambial à Comunidade, permanecia. É bem verdade que esta tinha algumas falhas institucionais que foram revistas pelo SME, mas a sua concepção básica original era mantida: a sobrevivência de uma zona do marco alemão em alguma medida conferia algum valor ao mecanismo enquanto provedor de regulação cambial, ainda que se considerasse a força do marco frente ao dólar. O SME reformá-lo-ia.

3. O Sistema Monetário Europeu.

3.1. Antecedentes.

O Conselho Europeu de Bremen, na Alemanha, em 6 e 7 de julho de 1978, marca a criação do Sistema Monetário Europeu. Concordaram no Conselho os nove países-membros da Comunidade à época com os objetivos do mecanismo de estabelecer uma maior estabilidade monetária na região e de se configurar "elemento fundamental de uma vasta estratégia de crescimento contínuo da Europa, regresso ao pleno emprego, harmonização dos níveis de vida e redução das disparidades regionais"⁽¹⁾, enfim, o SME constituindo instrumento para o relançamento dos ideais de aproximação econômica entre os países europeus. Este foi o discurso oficial dos formuladores do Sistema, como se o mecanismo fosse o resultado de um novo esforço conjunto da Comunidade pela integração europeia. A criação do Sistema Monetário Europeu, embora efetivamente passasse pela coordenação comunitária, estava muito distante desta suposta retomada da unificação: era antes resposta da Europa, induzida pela Alemanha, à continuidade da instabilidade do dólar no SMI.

O dólar, embora inconversível ao euro, continuou como referência do SMI depois da crise de Bretton Woods. O Acordo da Jamaica, de janeiro de 1976, instaurou

⁽¹⁾ Da resolução do Conselho Europeu de Bremen, de 6 e 7 de julho de 1978.

oficialmente a flutuação livre das moedas e arranhou um padrão monetário internacional fiduciário com base na moeda americana. Esta, entretanto, não oferecia grande segurança à Comunidade Monetária Internacional: por um lado, a liquidez do dólar era excessivamente alta, problema agravado pelo crescimento da especulação no mercado de eurodólares; por outro, o governo americano nada fazia para recuperar a confiança internacional de sua moeda. Diversamente, o período que vai de março de 1973 ao início de 1977 marca um momento da política econômica dos EUA conhecido como "negligência benigna", no qual o governo americano deixou o dólar às forças do mercado e nada fez para restaurar seu valor.

Esta atitude, no entanto, foi drasticamente alterada a partir de meados de 1977, adotando os EUA postura conhecida como *open-mouth policy*. Esta política resumia-se numa atitude agressiva do governo americano a divulgar que o dólar estaria sobrevalorizado e que alguma providência em sentido contrário teria que ser adotada. De fato, entre setembro de 1977 e novembro de 1978 o dólar desvalorizou-se cerca de 10% em relação às divisas de seus quinze principais parceiros comerciais e, particularmente, perdeu 20% de seu valor frente ao marco alemão e ao iene. Neste período ocorreram três fortes corridas especulativas contra a moeda americana, resultantes da política econômica americana implementada pelo governo Carter.

A primeira corrida contra a moeda americana foi entre setembro e outubro de 1977, tendo a cotação-ouro do dólar no mercado privado aumentado de US\$ 147 por onça para US\$ 155. Em dezembro de 1977 os EUA recorreram ao *Bundesbank* para que este abrisse linha exclusiva de crédito para segurar o valor do dólar. A Alemanha efetivamente foi ao mercado cambial e comprou a moeda americana, o que não evitou um novo fluxo especulativo sobre esta entre fevereiro e abril de 1978, quando o dólar foi desvalorizado em mais - 20% (US\$ 182 por onça de ouro). Em julho de 1978 reuniu-se o G-10 em Bonn, onde os EUA negociaram alguma coordenação de políticas econômicas com a Europa e o Japão, que efetivamente reconheceram que estavam adotando estratégias bastante defensivas e se comprometeram com a retomada do crescimento. Entretanto, de julho a novembro (de 1978) ocorreu a terceira corrida especulativa contra o dólar, que saltou para a cotação de US\$ 235 por onça de ouro, em mais uma desvalorização de 20%. O governo Carter respondeu a esta crise última do dólar com uma alteração profunda na condução da política econômica dos EUA: lançou o Pacote de (1º de) Novembro de 1978, que implementava política monetária austera, aumentando taxas de juros e reduzindo o crescimento da economia americana, numa tentativa de sustentar o valor do dólar e evitar a generalização da desconfiança internacional em relação a sua moeda⁽¹⁾.

⁽¹⁾ in: Samuelson (1990).

No entanto, apesar desta reversão da política econômica americana em novembro de 1978, a resposta européia à instabilidade do dólar veio vigorosa. Esta resposta viria a se conformar no SME, dito esforço comum europeu pela coordenação econômica da Comunidade, mas na realidade manobra específica da Alemanha para contornar as dificuldades que a valorização excessiva do marco alemão frente ao dólar estava infligindo à sua economia. A ampla desvalorização da moeda americana (32% diante do marco entre 1976 e 1979) estava ameaçando a competitividade internacional da produção alemã. A política econômica do país neste período será totalmente voltada para anular os efeitos da valorização de sua moeda. Em vez de incorrer numa guerra com o dólar, através de desvalorizações sucessivas do marco, acompanhando o comportamento da moeda americana, o governo alemão optou por seguir uma política industrial de aumento progressivo de competitividade. Esta orientação da política econômica alemã é justificada por dois motivos: primeiro, porque acompanhar o dólar apenas implicaria em inflação e na conseqüente perda do controle da política monetária, o que além de ir profundamente de encontro à independência e austeridade do *Bundesbank*, não traria nenhum ganho para a economia do país. Pelo contrário, em se mantendo o valor do marco frente às desvalorizações sucessivas do dólar, a moeda alemã ganharia credibilidade a nível da Comunidade Monetária Internacional, isto, sim, muito benéfico ao país. O segundo motivo era o de que o

governo alemão efetivamente acreditava na viabilidade da superação dos efeitos prejudiciais da valorização do marco sobre a economia de seu país através dos ganhos de produtividade, o que além de reduzir o impacto real da valorização do marco tornava a estrutura industrial alemã mais competitiva a longo prazo.

Havia, no entanto, um limite para a política de valorização do marco. Durante 1978 a Alemanha reconheceu insustentável o atrelamento do marco à moeda americana, pois isto estava redundando numa forte estagnação de sua economia. A instabilidade do dólar resultou na instabilidade cambial entre os países da CEE. Esta instabilidade comprometeu significativamente o comércio regional europeu, ainda mais porque o marco alemão valorizava-se frente às outras divisas européias. Como a Alemanha era o principal parceiro comercial dos países restantes da Comunidade e dado o volume deste comércio, a valorização do marco alemão significava que estes começariam a apresentar déficits na balança comercial com aquele país. Dessa forma, o dinamismo econômico da Comunidade (e da própria Alemanha, que tinha mais de 50% de seu comércio exterior intra-comunitário) inevitavelmente diminuía com a posição superavitária alemã. Como todas as moedas européias estavam atreladas ao dólar, estas acabavam por refletir tendência à valorização frente à moeda americana. Esta valorização, no entanto, sendo maior para a moeda alemã, desestabilizava notadamente o equilíbrio cambial comunitário.

A Alemanha, então, ao propor a reformulação da "serpente", criando o SME, visava à consecução de uma zona de estabilidade monetária na Europa isenta ao comportamento do dólar. Como isto seria benéfico para a economia de toda a Comunidade, os outros países-membros aceitaram a proposta alemã. Dessa forma, o SME ficava evidenciado como esforço antes alemão que europeu.

Esta orientação da política alemã foi também possibilitada pelo fortalecimento político do presidente francês Giscard d'Estaing nas eleições de março de 1978. Dois elementos principais haviam direcionado a política externa da Alemanha depois da Guerra: o alinhamento com os EUA e a proximidade com a França. No momento em que a atuação junto ao governo americano começou a ficar inviável, ou seja, quando a economia alemã começou a sofrer os efeitos da passividade da política monetária dos EUA diante da crise do SMI de 1978, a Alemanha recorreu imediatamente à França em sua tentativa de forjar uma resposta européia à inconsequência americana. Ocorre que ao mesmo tempo em que a Alemanha decidiu reaproximar-se da França as condições políticas na Europa favoreciam o esforço nesta direção. Com o presidente francês fortalecido, os dois países mais poderosos da Europa puderam condicionar seus esforços para a reformulação da "serpente", de modo que todos os membros da Comunidade estivessem envolvidos e se restaurasse a estabilidade monetária européia diante do dólar. A adesão da França à causa foi facilitada pelo interesse do presidente

d'Estaing em fortalecer a economia francesa, atrelando sua política econômica à disciplina anti-inflacionária do *Bundesbank*, e, principalmente, pelo temor do governante francês de ver a Europa completamente dominada pela Alemanha, desde logo superior economicamente.

Desde as primeiras discussões quanto à crise monetária vivida pela Europa, em abril de 1978, no Conselho Europeu (órgão executivo da Comunidade) de Copenhague, na Dinamarca, onde foi inicialmente tratada a questão da criação (reformulação) de um espaço monetário europeu autônomo, passando pelo Conselho de Bremen, em julho (de 1978), até o encontro decisivo entre os dois líderes em Aachen, na Alemanha, em setembro (de 1978), onde ficou estabelecido o propósito de colaboração franco-alemã, o engajamento pessoal de Schmidt e de d'Estaing foi um dos principais elementos políticos a direcionar a criação do novo sistema.

Assim, neste processo amplamente conduzido pela Alemanha e com o apoio político da França, as duas maiores economias da Europa retomaram os esforços por uma suposta maior convergência econômica européia (mas não menos isentas de interesses particulares), debilitados pela instabilidade internacional na década de 70, e instituíram o Sistema Monetário Europeu. Como já relevado, a reunião do Conselho Europeu de Bremen, em julho de 1978, marca a criação do SME, a ele se filiando todos os nove países-

membros da Comunidade à época. Os principais mecanismos do Sistema ficaram definidos em resolução adotada pelo Conselho Europeu de Bruxelas, na Bélgica, em 5 de Dezembro de 1978, onde se estabeleceu que o Sistema começaria a vigorar em 1^o de janeiro de 1979. Entretanto, alguns problemas relacionados a aspectos monetários da política agrícola comunitária fizeram com que o SME só entrasse em vigor em 13 de março de 1979. Ao mesmo tempo o mecanismo anterior, a "serpente livre", era abolido oficialmente, embora desde dezembro de 1978 não funcionasse mais. Todos os países da Comunidade participariam em todos os aspectos do SME, exceto a Inglaterra que ficaria de fora do mecanismo de flutuação conjunta.

3.2. Mecanismos do SME.

Em sua formulação original o Sistema Monetário Europeu compunha-se por três mecanismos: o mesmo FECOM (Fundo Europeu de Cooperação Monetária) criado para a "serpente" e basicamente com as mesmas funções; o ECU (*European Currency Unit*), a unidade monetária europeia; e o ERM (*Exchange Rate Mechanism*), o mecanismo de regulação cambial. Embora estes instrumentos tenham passado por algumas mudanças posteriormente, pode-se identificar os elementos básicos de sua composição:

(a). FECOM (Fundo Europeu de Cooperação Monetária): a estrutura herdada é a mesma da "serpente", atuando o Fundo como instrumento de intervenção no mecanismo de regulação cambial. No contexto do SME, entretanto, o FECOM recebe uma nova função, seja a criação de ECUs, a nova unidade monetária europeia. O FECOM terá assim duas principais atividades: (1). a criação de ECUs junto à conformação de um Fundo Europeu de Reservas, e (2). a administração do ERM, realizando as operações de intervenção (crédito) no mecanismo cambial.

A criação de ECUs se dá através do depósito junto ao FECOM pelos Bancos Centrais de cada país-membro de 20% do total de suas reservas em ouro e 20% do total de suas reservas em dólares, que assim constituem o Fundo Europeu de Reservas a ser utilizado quando das intervenções no ERM. Em contrapartida, o FECOM transfere para cada Banco Central os ECUs criados, que são utilizados nas várias modalidades de operações entre os Bancos Centrais dos países-membros do SME. O valor do Fundo é revisto trimestralmente, com base na reavaliação das reservas dos Bancos Centrais dos países do Sistema, procedimento que no caso dos ativos em ouro considera como preço de referência a média das cotações dos últimos seis meses, e, no caso dos ativos em dólares, a cotação da moeda americana dois dias antes da data de revisão⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Num claro intento de reduzir o papel anterior do dólar como referência para as moedas agora no SME. A referência do ouro à cotação dos últimos seis meses dá maior margem de previsibilidade

A atividade de administração do ERM exercida pelo FECOM consiste nas operações de crédito que efetua junto aos Bancos Centrais dos países-membros, destinadas a manter as cotações das divisas européias dentro das margens de flutuação (estipuladas pelo ERM). Estas operações são de três tipos: (1). financiamento a curtíssimo prazo - que é facilidade de crédito entre os Bancos Centrais para permitir intervenções no mecanismo cambial⁽⁴⁾ e concedidos em montantes ilimitados; têm prazos de 45 dias e são renováveis automaticamente por mais três meses; são feitos em ECU; (2). financiamento de curto prazo - facilidade de crédito para financiamento de déficits temporários de balanço de pagamentos ou de dívidas, adquiridas para intervenção no mercado cambial; os prazos são de três meses e renováveis até nove meses; os créditos são feitos na moeda do país contra o qual se tem o déficit; (3). assistência financeira a médio prazo - créditos com prazos de 2 a 5 anos para os países-membros em dificuldades estruturais de balanço de pagamentos. Estes créditos não são automáticos, ou seja, são condicionados a um conjunto de objetivos de política econômica; são também feitos na divisa do(s) país(es) contra o(s) qual(is) se tem o déficit. Há, ainda, um outro mecanismo de crédito do FECOM operado em conjunto com o Banco Europeu de Investimento (BEI), que consiste na concessão de empréstimos a longo prazo (mais de cinco anos)

ao seu valor, o que permite melhor programação dos Bancos Centrais dos países-membros quanto aos seus níveis de reservas nacionais.

⁽⁴⁾ Crédito concedido para intervenções nas margens de flutuação a partir do limite de divergência, conceito esclarecido no ponto (c) deste item (3.2.).

para projetos prioritários de infra-estrutura nos países menos avançados da Comunidade, visando à promoção de seu desenvolvimento econômico estrutural.

(b) ECU: a Unidade Monetária Européia (*European Currency Unit*) foi criada em 1979 junto com o SME para se tornar a unidade monetária por excelência da Europa daí em diante e, no caso de uma união monetária vir a se concretizar, assumir a posição de moeda única da Comunidade. O ECU ao ser criado extinguiu todas as outras unidades monetárias anteriormente utilizadas pela CEE, particularmente a Unidade Européia de Conta (UEC) (*European Accounting Unit*), cópia dos DES do FMI, e que havia vigorado durante os anos 70.

Em sua formulação original, o ECU foi definido como uma unidade de conta do tipo cesta, composto pelas cotações das diferentes moedas dos países-membros do SME em função da importância relativa de suas economias na Comunidade. Esta composição, depois de revista aos seis meses de sua entrada em vigor, está prevista de ser revisada a cada cinco anos (já o foi em 17 de setembro de 1984 e 21 de setembro de 1989)⁽⁴⁾ ou caso uma moeda da cesta tiver variado em mais que 25% em relação às restantes. Alterações extras de composição da cesta podem ser decididas pelo Conselho Europeu, votando por unanimidade, sob proposta da Comissão (órgão legislativo da Comunidade), após ouvir o

⁽⁴⁾ Ver Tabela III.

parecer do Comitê Monetário. O ECU foi formulado para exercer as três funções tradicionais da moeda: unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento. No entanto, a experiência mostrou prevalecer apenas a função de unidade de conta⁽²⁾.

(c). ERM: o Mecanismo Cambial (*Exchange Rate Mechanism*) é praticamente o mesmo que foi adotado pela "serpente". As margens de flutuação permaneceram em +/- 2,25%, constituindo o que ficou chamado pelo SME de faixa estreita de flutuação, em contrapartida à faixa ampla de +/- 6%, introduzida pelo Sistema para as moedas em maiores dificuldades (as moedas na faixa ampla, no entanto, devem aí estar de maneira transitória). A grade de paridades continua definida a partir de cotações bilaterais, com a diferença em relação à "serpente" de que são calculadas agora em função do ECU (como descrito no item acima). A única modificação mais significativa frente ao mecanismo anterior está na adoção de um limite de divergência entre as paridades do Sistema, atingido quando uma moeda tem desenvolvimento em sentido contrário a todas as outras do mecanismo e ultrapassa 75% de um indicador de divergência. Este indicador é calculado multiplicando a margem de flutuação da moeda pelo seu peso na composição do ECU (a fórmula do índice de divergência é $2,25 \times (100 - p) / 100$), de modo que as margens de flutuação permitidas serão tanto menores quanto mais importantes as moedas sejam na composição do

⁽²⁾ Esta discussão está relatada no Capítulo 4.

ECU. No caso de a cotação ultrapassar o índice de divergência mas não alcançar os limites de flutuação, o ERM determina que se dêem intervenções ilimitadas em qualquer moeda (inclusive ECUs, dado que o mecanismo de intervenção é aí o de curtíssimo prazo), controladas pelo FECOM e que sejam adotadas pelas autoridades econômicas de cada país medidas adequadas de política monetária ou fiscal. O ERM, por outro lado, impõe a obrigatoriedade de intervenção automática quando uma moeda atingir uma das margens de flutuação, intervenção que deve ocorrer sob o controle do FECOM e envolve as moedas dos dois países cujas moedas estão no limite máximo de divergência, devendo o Banco Central emissor da moeda no limite superior vender esta e o Banco Central emissor da divisa no limite inferior comprar sua própria moeda. Num caso extremo de desequilíbrio estrutural de balanço de pagamentos, o ERM admite a alteração das paridades centrais bilaterais, devendo ser aprovada pelo Conselho Europeu.

3.3. Fases do SME.

O desenvolvimento do SME tem três fases distintas. Estas fases estarão definidas em função dos dois principais desenvolvimentos que afetaram o problema monetário europeu nos anos 80: o primeiro, inevitavelmente,

os acontecimentos a nível da conjuntura económica mundial e do SMI, o segundo, os desdobramentos dos projetos de União Económica e Monetária (UEM) gestados a partir de 1985 na CEE e, sobretudo, a efetiva implementação desses planos. Estas fases estão assim definidas: (1). março de 1979 a março de 1983, que pode ser vista como o período de implementação e mesmo de definição do que viria a ser o SME; (2). março de 1983 a setembro de 1987, que é a fase de consolidação do Sistema; e (3). setembro de 1987 a setembro de 1992, que marca um suposto "equilíbrio" do Sistema mas num contexto de forte instabilidade em função do aprofundamento dos projetos de UEM da Europa (particularmente através do Plano Delors de 1988 e do Tratado de Maastricht de dezembro de 1991), e da preponderância do *Bundesbank* sobre a política monetária do restante da Comunidade. Neste capítulo serão abordadas apenas as duas primeiras fases de funcionamento do SME. Os desenvolvimentos mais recentes, por envolverem um redimensionamento da questão monetária europeia dentro do contexto dos novos planos de unificação da Europa, serão discutidos no capítulo final deste trabalho.

3.3.1. A Fase Inicial: Implementação do SME (março de 1979 a março de 1983).

Nesta primeira fase o SME não se diferenciou substancialmente da "serpente". Desde a sua entrada em vigor, em 13 de março de 1979, até março de 1983, os países-membros não adotaram políticas económicas coordenadas diante

dos dois choques exógenos que afetaram a economia européia nesse período: o aumento das taxas de juros norte-americanas com a conseqüente valorização do dólar e o segundo choque do petróleo. Diante da intensidade dos choques externos e da dificuldade de se articular uma posição comum de política econômica, a implementação do SME e seu funcionamento esperado ficaram prejudicados, especialmente no que tange ao mecanismo cambial. Nestes quatro anos ocorreram sete realinhamentos das paridades bilaterais do ERM⁽¹⁾, numa tentativa dos países-membros de minorar os movimentos especulativos de capital e as perdas no comércio regional europeu com os diferenciais de custos e preços. Estes realinhamentos, determinados pelas distintas políticas econômicas dos países da Comunidade em resposta à crise internacional e à recessão que se abateu sobre a Europa até 1983, fizeram com que fossem acentuadas as divergências quanto ao projeto comum da Comunidade, dificultando os propósitos de regulação do SME. A variabilidade média anual entre as taxas de câmbio dos países da CEE aumentou de 11,4% em 1979 para 15,3% em 1982, a inflação manteve-se elevada (em média 9% ao ano de 1979 a 1982)⁽²⁾ e as taxas de juros elevaram-se, um saldo verdadeiramente negativo para o esforço de coordenação econômica da Comunidade e do próprio SME.

⁽¹⁾ Ver Tabela IV.

⁽²⁾ Ver Tabela V.

O FECOM, neste período, teve sérias dificuldades no condicionamento de seus recursos a políticas de ajuste convergentes ao nível da Comunidade. Por sua vez, o ECU não conseguiu adquirir a importância que se imaginava na concepção original do SME, atuando de forma menor como reserva monetária⁽²⁾ e como instrumento de intervenção pelos Bancos Centrais, e ficando restrito ao papel de unidade de conta. Isso sinalizava que a Europa permanecia extremamente vulnerável às vicissitudes do dólar como outrora, e que o avanço, apesar do aparato institucional introduzido, era na prática quase nenhum. Não foi por menos que a proposta da formulação original do SME, de consolidá-lo após dois anos num estágio final, que deveria lançar as bases de uma união econômica e monetária da Europa com a criação de um Fundo Monetário Europeu e com a plena utilização do ECU como reserva monetária, foi postergada indefinidamente. O SME simplesmente não funcionava: não havia convergência na política econômica adotada pelos países da Comunidade e estes seguiram utilizando ajustes nas taxas de câmbio para corrigir desequilíbrios macroeconômicos.

⁽²⁾ Segundo a formulação inicial do SME, o ECU deveria também atuar como reserva monetária. No entanto, o uso do ECU com tal finalidade resume-se a uma redenominação de uma parte das reservas já existentes nos Bancos Centrais dos países-membros. Na prática, isso não o faz reserva monetária, situação que seria diversa se, por exemplo, o ECU fosse criado pelo FECOM sem o lastro em ouro e dólar.

3.3.2. A Fase de Consolidação (março de 1983 a setembro de 1987).

Esta fase pode ser descrita como a de efetiva consolidação do Sistema Monetário Europeu. Neste período as políticas econômicas dos países-membros do Sistema convergem e, diante da ausência de maiores problemas no SMI, é conseguida estabilidade monetária na Europa. Os realinhamentos ocorridos neste segundo momento do SME - quatro ao todo⁽¹⁾ - deram-se em combinação com medidas de ajustes macroeconômicos internos a cada economia na tentativa de se evitar no futuro maiores divergências. Nesta fase, os realinhamentos perderam o caráter compensatório aos diferenciais de custos e preços causados pelos choques externos, que marcaram o Sistema no período anterior.

O realinhamento inicial de 21 de março de 1983 englobou todas as moedas, mantendo a tendência à valorização do marco alemão e do florim holandês, observada já nas modificações anteriores, e à desvalorização do franco francês e lira italiana (que se mantinham dentro do SME). O significado maior deste realinhamento não está em sua amplitude, mas no seu caráter de buscar promover um ajuste estrutural nas paridades européias. Na realidade a intenção deste realinhamento era corrigir os desequilíbrios herdados da fase anterior, agora que o dólar, eixo do SMI, estava com um comportamento relativamente estável e respaldado pelo

⁽¹⁾ Ver Quadro II.

crescimento da economia mundial puxado pelos EUA, não exercendo pressão sobre as moedas européias. Esta orientação do SME, associada à emergência de um consenso entre os governantes europeus quanto à utilização de medidas monetárias e fiscais para a consecução de equilíbrio macroeconômico, em lugar de alterações competitivas de paridades, fizeram com que o Sistema entrasse num novo momento, no qual se consolidou como meio de regulação cambial. O SME ganhava credibilidade.

Aconteceram ainda mais quatro realinhamentos neste período: a desvalorização da lira italiana em julho de 1985, o realinhamento geral de abril de 1986, a desvalorização do punt irlandês em agosto do mesmo ano e a valorização do marco alemão em janeiro de 1987. Destes, as desvalorizações da lira italiana e do punt irlandês tiveram menor importância: ocorreram, no caso italiano, em virtude de problemas estruturais com a competitividade externa de sua estrutura produtiva e com a inflação, e, no caso da Irlanda, ao atrelamento estrutural de sua economia à Inglaterra, que passava por um surto de atração de capital e fez a moeda irlandesa ser desvalorizada.

Os realinhamentos verdadeiramente significativos, entretanto, foram o de abril de 1986, decorrência imediata do Acordo do Plaza (G-5), nos EUA, em 1985, e o de janeiro de 1987, resultante dos desenvolvimentos ulteriores do mesmo Acordo. Em setembro de

1985, o G-5 reuniu-se em Nova Iorque sob o intento do governo dos EUA de desvalorizar o dólar frente às divisas dos outros países desenvolvidos, diante do risco de uma queda abrupta da moeda americana. Este risco existia em função dos crescentes déficits fiscal e da balança comercial americanos, podendo gerar uma crise de desconfiança com relação ao dólar. Os EUA buscavam obter com o Acordo uma posição favorável da CEE e do Japão quanto a uma situação posterior de concertação de políticas econômicas entre as principais economias, concertação que consistiria na valorização das divisas européias e do iene frente ao dólar e num compromisso pela elevação das taxas de crescimento nestes dois blocos de modo a suscitar algum aumento nas exportações americanas e minorar seu déficit comercial.

A resposta imediata do SME ao Acordo do Plaza veio com o realinhamento geral das paridades centrais bilaterais do ERM em abril de 1986. No entanto, a desvalorização do dólar de 20% em termos nominais durante 1986 (22% frente ao ECU) e a valorização do marco frente ao dólar em 8% em termos reais, fizeram premente a necessidade de uma nova mudança nas paridades européias, o que ocorreu em janeiro de 1987. Estes realinhamentos tiveram dois significados importantes para o SME. Primeiro, mostravam que o mecanismo cambial efetivamente funcionava. Dada a intensidade da depreciação do dólar, a manutenção do equilíbrio entre as paridades européias deveria ser relevada - de fato, a resposta ao enfraquecimento da moeda americana

por parte dos países europeus foi convergente e não trouxe instabilidade maior para o SME. Segundo, inclusive mais importante pela referência ulterior que significará para o SME, foi a emergência do marco alemão e a sua consolidação plena como "âncora" do mecanismo cambial europeu.

Na realidade, parcela significativa do sucesso e credibilidade adquiridos pelo SME nesta segunda fase foi devida justamente à atuação do marco alemão como referência para o SME. O marco alemão era a moeda da economia mais sólida do Sistema e a forma isenta segundo a qual era administrada sua política monetária tornavam-no ainda mais confiável. O processo de fortalecimento da moeda alemã já se desenvolvia desde os primeiros sintomas de crise no SMI no final dos anos 60, quando esta moeda passou a ser alternativa frente à desconfiança com relação ao dólar. Com a progressiva orientação da Europa pela convergência de suas economias após 1983, o marco alemão foi consolidando sua posição de proeminência na cena econômica européia. Efetivamente, era a moeda estável por excelência do Sistema e as outras divisas, ao seguir seu comportamento, importavam a sua estabilidade. A referência ao marco alemão passava a prevalecer com a segunda fase do SME e se tornava elemento fundamental para a estabilidade alcançada a partir de então.

É importante, no entanto, não se negligenciar outros fatores que contribuíram para este avanço do SME: o próprio consenso entre os países europeus pela convergência

econômica; a responsabilidade diante da utilização do mecanismo cambial para evitar fazê-lo instrumento de ajuste externo; o próprio compromisso da Comunidade com a redução e estabilização da inflação. Outro desenvolvimento que começou a tomar forma neste período, mas que só passou a ter peso decisivo na fase atual do SME, foi o relançamento dos ideais de união econômica e monetária européia, com a publicação do Livro Branco das Comunidades Européias de 1985 e a aprovação do Ato Único de 1986, com esta mesma orientação. Embora não tenha tido efeito direto nesse momento, é impossível deixar de admitir que a retomada das discussões pela UEM influenciaram em alguma medida o funcionamento do SME por dois fatores: por um lado, o Sistema certamente seria o eixo dos esforços pela união monetária; por outro lado, o próprio comprometimento político dos países europeus com tais projetos, fazendo com que houvesse maior preocupação com a coordenação de suas políticas econômicas.

A consolidação do SME tendo como "âncora" o marco alemão, entretanto, não deixa de implicar uma contradição da maior importância: ao mesmo tempo em que a moeda alemã proporciona estabilidade ao Sistema, ela está gerando uma situação de grave e progressiva assimetria entre as economias européias. A Alemanha é, de fato, a principal força econômica da Comunidade. Quando as economias restantes, em maior ou menor escala, atrelam-se à orientação da economia alemã, aquelas necessariamente usufruem de uma situação duplamente favorável, que já se justificaria apenas

pelos efeitos da convergência econômica, mas que neste caso é ainda favorecido por ser esta economia o maior parceiro comercial de todos os países da Comunidade e por sua estabilidade de preços. Este é o aspecto positivo da referência da Comunidade (e do SME) à Alemanha. Por outro lado, entretanto, há uma característica inerente à atuação econômica alemã que tem uma face ambígua: a conduta de sua política econômica tem tendência significativa para respostas unilaterais, situação ainda mais agravada pela condição de independência do *Bundesbank* na implementação da política monetária alemã. A ambiguidade reside no seguinte: enquanto a política econômica (e em particular a política monetária) alemã for de encontro aos anseios da Comunidade, a referência à Alemanha é excelente em termos de crescimento e estabilidade para a totalidade dos países europeus. Contudo, se a política econômica alemã divergir das necessidades da Comunidade como um todo, diante de seu (política econômica alemã) caráter rígido e unilateral, o restante da economia europeia certamente enfrentaria sérias dificuldades e que não poderiam ser sanadas sem que o Sistema passasse por uma reforma estrutural, dado o papel decisivo que assumiu a moeda alemã dentro do mecanismo.

O capítulo seguinte, que trata dos desenvolvimentos mais recentes do Sistema Monetário Europeu mostrará esta incompatibilidade entre a Alemanha e a Comunidade, tornando a situação tanto do SME como dos projetos de UEM crítica.

4. A União Econômica e Monetária.

4.1. O SME e a "Estabilidade" (setembro de 1987 a setembro de 1992).

O marco inicial desta fase foi o Acordo de Basiléia/Nyborg, na Suíça/Dinamarca, firmado em setembro de 1987 entre os Bancos Centrais dos países-membros do SME. Este Acordo definiu uma reorientação do Sistema após a fase anterior de consolidação, que esteve caracterizada pela estabilidade, pela emergência do marco alemão como a referência do mecanismo e pela predominância das intervenções concertadas dentro das margens de flutuação. Esta reorientação foi causada por dois motivos. Em primeiro lugar, pela crescente assimetria entre os membros do SME, com a Alemanha usufruindo de uma ampla liberdade na formulação de sua política econômica (por ser o elemento central do Sistema) e comprometendo a manutenção dos níveis de atividade econômica no restante da Europa. Uma vez que o marco alemão era a "âncora" do SME, a política econômica alemã tornava-se fundamental para os outros países europeus. Como a Alemanha adota políticas econômicas restritivas neste período, o reflexo sobre a Comunidade é inevitavelmente negativo. Os países com moeda mais fraca acabam tendo que pagar o peso dos ajustes impostos pela política alemã, restringindo sua atividade econômica para continuar seguindo a valorização do marco alemão e manter o SME funcionando. Em segundo lugar,

há um redimensionamento do Sistema, condicionado, a partir de 1985, pelo lançamento de uma nova etapa no processo histórico de unificação da Europa.

O Acordo de Basiléia/Nyborg trouxe para discussão a assimetria existente dentro do SME. O argumento era um único: o Sistema estava trazendo vantagens significativas para a Alemanha e criando forte desproporcionalidade entre as economias europeias. A França e a Itália, em particular, pediram alterações na forma como o SME estava sendo conduzido e uma revisão nas suas prioridades de política econômica. Ficava muito clara a situação assimétrica vivida pelo Sistema e a instabilidade que isso poderia vir a causar. As decisões do Acordo, além de estipular bases institucionais mais sólidas para o SME, buscaram de alguma forma atenuar o problema da assimetria. Ficou oficializada a intervenção dentro das margens de flutuação, antes deixada em aberto para cada Banco Central: estendeu-se a facilidade de financiamento a curtíssimo prazo⁴⁴, antes restrita a intervenções além do limite de divergência, para intervenções intra-marginais, de modo a conter maiores flutuações entre as paridades estabelecidas no ERM. Por outro lado, definiu-se cláusula intensificando a vigilância sobre as moedas do Sistema, na tentativa de evitar o aprofundamento de inconsistências entre as políticas econômicas dos países membros. Também ficou determinado que se desse maior ênfase no

⁴⁴ Ver Capítulo 3, item 3.3.2.

uso dos diferenciais de juros para a manutenção do equilíbrio entre as paridades bilaterais.

A assimetria no SME era patente desde 1987, mas o Sistema não desandaria em crise naquele momento. A conjunção do Acordo de Basileia/Nyborg com o compromisso político assumido pelos países da Comunidade com a UEM e a ausência de maiores perturbações com o dólar a nível de SMI criaram um cenário de suposto equilíbrio monetário na Europa. Esta última fase do SME marca o seu momento de maior estabilidade. Apesar da situação ambígua e potencialmente explosiva vivida pelo Sistema, o equilíbrio cambial foi sua característica marcante nesta fase, mesmo que os sintomas de instabilidade viessem progressivamente se manifestando. Onze das doze moedas europeias, à exceção do dracma grego, estiveram na flutuação conjunta⁽¹⁾, ainda que não necessariamente por todo o período. A peseta espanhola entrou no ERM em 1989, na faixa de flutuação de $\pm 6\%$. A libra esterlina entrou pela primeira vez no ERM em outubro de 1990, na faixa de flutuação de $\pm 6\%$, no entanto deixando o mecanismo em janeiro de 1991. Em maio de 1992 a Inglaterra retornou ao ERM, abandonando-o definitivamente na crise do SME em setembro de 1992. O escudo português, também entrando na faixa ampla de flutuação de $\pm 6\%$, agregou-se ao ERM em abril de 1992. A lira italiana em janeiro de 1990 passou para a faixa mais estreita de flutuação, de $\pm 2,25\%$. Ao longo de todo este período, o Sistema só conheceu um realinhamento de

⁽¹⁾ Ver Quadro II.

paridades, em Janeiro de 1990, e que foi a menor modificação da grade de cotações do ERM desde o seu princípio, sendo apenas a lira italiana desvalorizada (em 3,7%) frente às moedas europeias, numa manobra específica para que a moeda italiana passasse para a faixa estreita de flutuação antes da liberalização dos movimentos de capital na Comunidade, concretizada em 1º de Junho de 1990.

A crise do Sistema Monetário Europeu não ocorreria antes de setembro de 1992. Ainda que a assimetria verificada dentro do SME tenha adquirido contornos insustentáveis, principalmente depois do processo de reunificação da Alemanha em 1990, quando a política económica alemã irrevogavelmente se tornou restritiva, a suposta estabilidade cambial do Sistema manteve-se inabalada. Não houve aqui mérito maior do SME em contornar seus problemas estruturais. Na realidade, o que aconteceu foi um postergamento da crise em função de dois fatores: (a), a ausência de pressão do dólar sobre as moedas europeias a nível de SMI, dentro de um cenário internacional inicialmente de concertação de políticas económicas entre os países desenvolvidos (1985-88) e, a partir de 1989, de recessão da economia mundial; e (b), o comprometimento dos países europeus com os planos de unificação da Comunidade. A União Económica e Monetária (UEM) da Europa, proposta em Julho de 1988, tinha seu âmbito monetário amplamente fundamentado sobre o SME. Os esforços pela preservação do equilíbrio cambial do Sistema tornavam-se

elemento fundamental para a continuidade do projeto da UEM. Como o risco político e o custo econômico de uma eventual abdicação do projeto era muito elevado, especialmente para as economias mais fracas da Comunidade, os países europeus procuraram preservar a estabilidade monetária do SME, mesmo considerando a crescente assimetria em favor da Alemanha. Assim, embora sobre bases excessivamente frágeis, o equilíbrio monetário ocorreu na Europa neste período.

4.2. Os Planos de União Econômica e Monetária da Europa.

A retomada do processo de unificação europeia exercerá modificações profundas na estrutura econômica da Europa. Dada a amplitude dos planos e a situação de imbricação econômica dos países da Comunidade, a unificação inevitavelmente terá que passar por uma coordenação monetária muito mais enfática que a exercida pelo SME. O intento de se estabelecer uma União Econômica e, ao mesmo tempo, Monetária na Comunidade denota a importância da questão monetária europeia: existe significativo risco cambial por trás de uma maior aproximação econômica daqueles países, de forma que há necessidade fundamental de um amplo esforço nesta área e que também deve passar inevitavelmente por uma rigorosa regulação macroeconômica entre os países da região. O projeto da moeda comum vem nesta direção, conformando cena favorável à plena

coordenação das políticas macroeconômicas dos países da Comunidade e reduzindo totalmente o risco cambial em suas relações. Neste contexto, o Sistema Monetário Europeu ganha nova orientação e, mais além, a própria questão monetária européia é completamente redimensionada.

4.2.1. O Ato Único de 1986.

O debate em torno do aprofundamento da unificação econômica da Europa foi retomado com a publicação do Livro Branco das Comunidades Europeias em 1985. Este documento apontava as vantagens para a economia da Comunidade da conformação de um Mercado Único Europeu e fixava os pré-requisitos legais para a sua conclusão. A proposta do Livro Branco, embora basicamente restrita à esfera da integração do comércio de bens e serviços, no entanto deixava implícito que a compleição do Mercado Comum seria apenas o primeiro passo para uma regulação mais ampla da economia européia. O impulso fundamental nesta direção viria através do Ato Único Europeu de 1986 (ratificado em 1º de julho de 1987), cujo aspecto central era a implementação do Mercado Único até o final de 1992 (este foi efetivamente concretizado em 1º janeiro de 1993). O Ato Único representava dois grandes avanços no que tange à questão monetária européia. Primeiro, reconhecia que a cooperação na esfera política era fundamental para o bom andamento de qualquer projeto de coordenação mais profunda das economias da Comunidade. Para tanto, o Ato único promoveu uma reforma

democratizante nos princípios a reger a CEE, acabando com as decisões por unanimidade na maior parte das esferas de ação comunitária e fortalecendo o papel do Parlamento Europeu (órgão consultivo da Comunidade). Ao mesmo tempo, adotou princípios visando o reconhecimento mútuo por parte dos países-membros de normas administrativas e procedimentos burocráticos particulares a cada país, o que em muito aceleraria a integração dos mercados de bens e serviços, particularmente a integração dos sistemas financeiros nacionais. Em segundo lugar, o Ato Único Europeu recuperava o Artigo 102 do Tratado de Roma, que definia a necessidade de convergência de políticas econômicas entre os países da Comunidade.

4.2.2. O Relatório Delors.

Em julho de 1988, o Conselho Europeu estabeleceu a criação de um Comitê Especial encarregado do estudo e da formulação de um plano que definisse as etapas completas para a "União Econômica e Monetária" da Europa. Este comitê foi composto pelos presidentes dos doze Bancos Centrais da Comunidade, um membro da Comissão Europeia e três outros burocratas especializados no assunto. Os trabalhos do Comitê publicados em abril de 1989 e regulamentados pelo Conselho Europeu de Madrid, na Espanha, em julho de 1989, deram origem ao chamado Relatório Delors⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Assim denominado em função do presidente da Comissão Europeia Jacques Delors, que também foi um dos integrantes do Comitê.

O Relatório Delors propunha a realização da UEM em três etapas, com desenvolvimentos paralelos dos campos econômico e monetário. Os prazos para as passagens de uma para outra etapa não foram rigorosamente definidos, ficando acordado que a transição para as etapas seguintes dependeria do progresso alcançado nos estágios precedentes. A União Econômica (UE) ficou assim caracterizada: (a). um Mercado Único dentro do qual haveria plena liberdade de movimento para pessoas, bens, serviços e capital; (b). uma política de competição comum a desenvolver o livre mercado; (c). políticas estruturais e regionais comuns; (d). coordenação de políticas macroeconômicas, inclusive a própria política orçamentária de cada país. A União Monetária (UM), por sua vez, ficou definida por três elementos: (a). instituição de uma moeda comum europeia; (b). liberalização total dos movimentos de capital e integração plena dos mercados financeiros; (c). eliminação das margens de flutuação e fixação irreversível das paridades cambiais.

A proposta central do Relatório Delors com relação à União Monetária estava na criação do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), órgão que emitiria a administração a unidade monetária comum da Comunidade. O SEBC seria organizado de uma forma federal, ou seja, constituído por uma instituição supranacional ao nível de Comunidade e pelos Bancos Centrais nacionais. Seria formado um conselho de SEBC pelos presidentes dos Bancos Centrais de cada país e membros do próprio SEBC

designados pelo Conselho Europeu. Uma vez controladas as taxas de inflação, o SEBC teria permissão para apoiar as políticas econômicas traçadas para a CEE. O SEBC seria o responsável a nível de Comunidade pela formulação e implementação da política monetária, pelo controle de taxas de câmbio e nível de reservas monetárias, e pela manutenção da liquidez do Sistema Financeiro Europeu. Os Bancos Centrais nacionais ficariam comprometidos com a implementação da política monetária comum definida pelo SEBC. Ainda, o SEBC ficaria terminantemente proibido de conceder empréstimos a autoridades públicas nacionais.

Quanto à União Econômica não ficou prevista a criação de uma nova instituição para sua coordenação. O Relatório Delors neste aspecto preservou a estrutura existente a nível de Comunidade (Comissão, Parlamento e Conselho Europeus), modificando e estendendo suas funções, e redefiniu, a nível nacional, o que passaria à alçada comunitária. Quanto à política orçamentária foram definidos limites máximos para os déficits orçamentários de cada país-membro, estabelecendo-se também acesso a créditos diretos e uma política fiscal de financiamento do saldo acumulado.

O Relatório Delors sugeria três etapas para a concretização da UEM, assim planejadas

(a). Estágio I: esta fase visaria a uma maior convergência das políticas econômicas dos Países da Comunidade,

particularmente quanto à política monetária, através do fortalecimento do quadro institucional então vigente. A coordenação das políticas econômicas seria realizada por um Conselho de Ministros de Economia e Finanças (ECOFIN) e pelo Comitê de Presidentes de Bancos Centrais. Este último Comitê também teria a responsabilidade de formular a orientação geral da política monetária e cambial da CEE. No campo econômico, a primeira fase estaria centrada na compleição do Mercado único e na redução de disparidades econômicas regionais com a reforma dos fundos estruturais do FECOM/BEI e a duplicação de seus recursos. Na esfera monetária, o objetivo de uma área financeira plenamente integrada seria efetivado. Todas as moedas do SME deveriam participar do ERM e quaisquer impedimentos para o uso do ECU privado deveriam ser removidos. Durante a primeira fase deveria ser convocada assembléia para a realização de alterações no Tratado de Roma visando a UEM, definindo datas e elementos das duas etapas seguintes.

(b). Estágio II: entraria em vigor o novo tratado, que promoveria a reestruturação das instituições encarregadas da UEM. Este período seria de transição e aprendizagem para o processo de decisões coletivas de medidas de política econômica. No âmbito monetário, a principal alteração seria o estabelecimento do SEBC, que absorveria as instituições anteriormente responsáveis pela administração monetária (e pela política monetária) da Comunidade: o FECOM e o Comitê dos Presidentes de Bancos Centrais. A tarefa principal

do SEBC neste momento seria a de iniciar a transição da coordenação das várias políticas monetárias nacionais para a implementação de uma única política monetária comunitária (no entanto, a política monetária persistiria sob a responsabilidade das autoridades monetárias nacionais). As margens de flutuação do SME deveriam ser diminuídas como resultado dos progressos de coordenação monetária que supostamente já teriam sido alcançados até então. Haveria a constituição de um fundo de reservas monetárias junto ao SEBC, que passaria a coordenar as intervenções nos mercados cambiais. Quanto à União Econômica, a segunda etapa estabeleceria uma maior convergência das políticas macroeconômicas dos países-membros, com a definição de uma série de objetivos e de regras precisas (ainda não vinculativas) em relação aos déficits orçamentários e seu financiamento. Seria ainda criado um novo organismo para dar início à transição da coordenação das políticas nacionais para uma política comunitária.

(c). Estágio III: esta fase começaria com a fixação irreversível das paridades bilaterais das moedas dos países-membros da Comunidade. No âmbito econômico, a União passaria por uma ênfase nas políticas regionais e na administração e alocação de recursos dos fundos estruturais do FEDOM/BEI. As regras quanto ao comportamento macroeconômico e à execução orçamentária nacional passariam a ser vinculativas. Na esfera monetária, ocorreria a transição para uma política monetária comunitária, com o SEBC assumindo todas as

responsabilidades ulteriores de sua implementação e condução. As decisões de intervenções no mercado cambial ficariam restritas ao SEBC, que criaria um fundo com todas as reservas monetárias oficiais da Comunidade e passaria a administrá-lo. A adoção da moeda comum ocorreria no final desta fase.

O Conselho Europeu de Madrid, em junho de 1989, definiu a data de 1º de julho de 1990 para a implementação da primeira fase da UEM. Em dezembro do mesmo ano (1989), conforme previsto pelo relatório Delors, a nova reunião do Conselho Europeu, em Estrasburgo, na França, fixou a revisão do Tratado de Roma a ser realizada até o final de 1992, buscando a implementação da segunda etapa da União em no máximo 1º de janeiro de 1993.

1º de julho de 1990 efetivamente marcou a entrada em vigor do estágio inicial da UEM. Nesta data houve ainda um importante desenvolvimento para a integração dos mercados financeiros europeus, em linha com o projeto de Mercado Único definido no Ato Único Europeu de 1986, que foi a liberalização total dos movimentos de capital na Europa, decisão do Conselho Europeu de junho de 1988. Por sua vez, a reforma do Tratado de Roma foi apresentada em dezembro de 1991 na Conferência Intergovernamental de Maastricht, na Holanda. Esta reforma, que ficou conhecida como Tratado de Maastricht, regulamentaria a UEM e definiria as duas outras etapas subsequentes da União previstas pelo Relatório Delors.

4.2.3. O Tratado de Maastricht.

O Tratado de Maastricht manteve as três etapas estabelecidas pelo Relatório Delors para a implementação do projeto de UEM. Estas fases seriam:

(a). Estágio I (1^a de julho de 1990 a 31 de dezembro de 1993): ficaram mantidas todas as decisões do Relatório Delors com respeito ao primeiro período da UEM. Durante esta fase deveria ser enfatizada a convergência de política econômica entre os países-membros da Comunidade, mesmo que isso ainda permanecesse oficialmente decisão unilateral dos governos nacionais. Havia, no entanto, uma cláusula no Tratado de Maastricht que permitia aos países da Europa um certo relaxamento quanto a esta suposta convergência, devendo a Comissão Europeia ser consultada para julgar a pertinência de eventuais pedidos nesta direção, em geral concedida aos países com maiores dificuldades econômicas estruturais. Portugal⁽¹⁾ é hoje um dos membros beneficiados por esta cláusula e seu governo implementa um plano de ação econômica em separado do restante dos países da CEE, na tentativa de superação do atraso estrutural de sua economia frente ao restante da Europa.

(b). Estágio II (1^o de janeiro de 1994 a data a ser definida): Nesta etapa, o Instituto Monetário Europeu

⁽¹⁾ Portugal e Espanha, fazem parte da CEE desde 1^o de janeiro de 1986. A Grécia entrou em 1^o de janeiro de 1981. Ver Quadro I.

(IME), embrião do Banco Central Europeu (BCE), substituiria o FECOM e o atual Comitê de Presidentes de Bancos Centrais. O IME seria dirigido por um Conselho com um presidente e um vice (indicados pelo Conselho Europeu) e todos os presidentes de Bancos Centrais dos países da Europa. As decisões de política monetária, entretanto, continuariam sendo definidas pelo governo de cada país-membro e o IME teria apenas um papel consultivo, sem qualquer poder decisório. Nesta fase, a atuação do IME seria eminentemente política, buscando fortalecer a cooperação entre os Bancos Centrais e a coordenação das políticas monetárias dos membros da Comunidade. O IME igualmente assumiria algumas tarefas técnicas visando à preparação da fase final da UEM: (1). o desenvolvimento do ECU; (2). a formulação das regras da operação para os Bancos Centrais do SEBC; (3). o desembaraço do sistema de compensação bancária e (4). a preparação dos instrumentos e procedimentos necessários para a condução da política monetária comunitária no terceiro estágio. O IME poderia também formular recomendações aos vários países-membros e mesmo ao próprio Conselho (que era o órgão executivo da Comunidade) quanto às políticas econômicas adotadas. Finalmente o IME teria ainda a importante tarefa de julgar, em conjunto com a Comissão Europeia a al não poderia exceder a 3% do PIB; (4). a dívida pública não poderia ser maior que 60% do PIB. Estes critérios avaliariam a condição de estabilidade macroeconômica dos países da Comunidade, de forma que os membros que neles se enquadrassem estariam dotados do equilíbrio necessário à

terceira etapa da UEM. Outras condições também foram definidas pelo Tratado de Maastricht, mas estas, embora necessárias, ficariam a cargo do julgamento do IME e da Comissão: (1). a moeda do país não poderia ter sofrido alteração não poderia exceder a 3% do PIB, (4). a dívida pública não poderia ser maior que 60% do PIB. Estes critérios avaliariam a condição de estabilidade macroeconômica dos países da Comunidade, de forma que os membros que neles se enquadrassem estariam dotados do equilíbrio necessário à terceira etapa da UEM. Outras condições também foram definidas pelo Tratado de Maastricht, mas estas, embora necessárias, ficariam a cargo do julgamento do IME e da Comissão: (1). a moeda do país não poderia ter sofrido alterações em sua paridade central no SME nos últimos dois anos e (2). a legislação do Banco Central do país postulante deveria estar em conformidade com a do Banco Central Europeu. A primeira dessas condições, no entanto, seria mais um artifício a promover maior disciplina monetária na Comunidade.

A partir desses critérios existiriam dois cenários possíveis para a definição da data de início da terceira etapa e da efetiva concretização da UEM. (1). se metade mais um dos países da Comunidade comprometidos com o projeto de UEM⁽¹⁾ (no caso de todos os membros da Comunidade assim estarem, sete países) cumprissem com as condições definidas para a entrada na terceira fase da União, esta

⁽¹⁾ Há cláusula no Tratado de Maastricht que permite que a UEM siga adiante sem a participação de todos os países-membros da CEE, de forma a evitar que um país unilateralmente impeça a completção da União. Esta cláusula foi especialmente formulada em função de experiências anteriores com a Inglaterra.

começaria em 1º de janeiro de 1997; (2). caso não se atingisse a maioria dos países dentro dos critérios fixados, a terceira fase ficaria irrevogavelmente adiada para 1º de janeiro de 1999, quando entrariam na União todos os países que então preenchessem tais critérios. Posteriormente, à medida que os países restantes fossem atingindo os requisitos básicos, estes entrariam na UEM.

(c). Estágio III: esta última fase seria a de efetivo vigoramento da União Econômica e Monetária da Europa. Neste momento o IME seria substituído pelo Banco Central Europeu e entraria em funcionamento o SEBC. O ECU ganharia caráter de moeda fiduciária e seria adotado como moeda oficial para as transações da Comunidade, embora as outras moedas não deixassem de circular: estas, no entanto, passariam a ter paridades fixas entre si e atreladas de maneira irreversível ao ECU. A política monetária de cada país-membro seria subordinada à instância comunitária. A Europa finalmente estaria unificada na esfera monetária.

4.3. A Crise do SME.

A convergência econômica pode ser definida pelo estreitamento das diferenças no desenvolvimento das variáveis econômicas. No contexto do SME, a convergência entre os países-membros está no sentido de se estabelecer taxas de câmbio

estáveis. Tal orientação exige ao mesmo tempo que haja aproximação do comportamento de custos e preços nos vários países-membros, uma vez que o diferencial de inflação afeta o valor real das paridades cambiais nominalmente fixadas. No entanto, a convergência dos indicadores inflacionários é uma condição necessária mas não suficiente para se obter a estabilidade cambial. Por exemplo, ainda que os preços de dois países venham a convergir num determinado momento, diferenças em suas políticas macroeconômicas poderiam causar novos desequilíbrios que por sua vez pressionariam a estabilidade cambial. Portanto, a convergência cambial passaria, em última instância, necessariamente pela coordenação das políticas econômicas dos países envolvidos.

O SME mostrou-se capaz de promover (alguma) convergência econômica entre os países europeus até o momento em que a Alemanha passou a exercer sua posição de hegemonia dentro do Sistema inconsequentemente. Houve um período abrangente, que vai de março de 1983 a setembro de 1992, onde se verificou estabilidade cambial na Europa, suscitando um fortalecimento inédito das relações intra-comunitárias. Nesta longa fase, como já visto, os realinhamentos de paridades do ERM foram de menor amplitude, relativamente esparsos e de tal forma que entre 1987 e 1992 apenas um realinhamento aconteceu (em janeiro de 1990). No entanto, é enganoso pensar a estabilidade desta etapa como resultado de uma suposta eficácia do SME, como querem os próceres do Sistema. É também enganoso

analisar este período como se o mesmo fosse homogêneo. Existem aqui duas fases, claramente distintas entre si, embora não deixem de apresentar, de maneira diversa, um dos grandes problemas estruturais do SME e que em muito explicaria a sua crise em 1992-93: a excessiva influência alemã na condução do Sistema.

O SME consolidou-se como mecanismo de regulação monetária quando o marco alemão, a moeda mais forte da Comunidade, assumiu o papel de "âncora" do Sistema, em meados da década de 80. Naquele momento, o atrelamento das divisas mais fracas à moeda alemã foi extremamente favorável para as primeiras: importando a rigidez da política antiinflacionária do *Dundesbank* e usufruindo da estabilidade cambial que o marco alemão como "âncora" do ERM conferia ao SME. Como o dólar não exercia pressão sobre as moedas da Comunidade e a economia européia crescia (de forma sustentada entre 1983 e 1989), a referência à moeda alemã, que implicitamente significava seguir a sua cotação, não causou impacto negativo algum sobre o restante da CEE, antes, equilibrando as bases de seu crescimento econômico. Até 1987 pode-se afirmar que realmente houve estabilidade cambial na Europa e propiciada pelo SME, estivesse ou não assentado sobre a "âncora" alemã⁴⁴.

No final de 1987, com os primeiros sinais de estagnação da atividade econômica na Europa, surgiram as

⁴⁴ É o período referente à segunda fase do SME, de março de 1983 a setembro de 1987.

primeiras pressões dentro do SME. Estas pressões resultaram no Acordo de Basiléia/Nyborg, de setembro daquele ano, que procurou atenuar a preponderância da política monetária alemã na condução do Sistema. O problema estrutural estava configurado: enquanto a Alemanha adotasse política econômica em sintonia com os anseios do restante da Comunidade, a estabilidade cambial estaria assegurada, se, diversamente, a política alemã assumisse direção diversa a debilidade do Sistema não tardaria a aparecer, com as moedas mais fracas entrando em dificuldades. Este problema, no entanto, não é causado necessariamente pela Alemanha, mas decorre de falhas na própria concepção estrutural do SME: (1). a excessiva rigidez do mecanismo de flutuação cambial, agravada ainda mais pelas paridades fixadas em termos nominais, (2). a ausência de instrumento a determinar uma maior convergência de políticas econômicas entre os países-membros. Como a Alemanha era estruturalmente a economia mais competitiva da Europa e os países restantes dificilmente conseguiriam contrabalançar a tendência à valorização do marco alemão, este optaram por seguir o comportamento da moeda alemã, valorizando suas moedas em conjunto com aquela (numa manobra duplamente eficaz: ficava mantido o poder real de compra destas divisas dentro da Europa, onde se dava a maior parte de seu comércio exterior, e, por outro lado, não se criava pressões à estabilidade do ERM). Quando a partir de 1987, com a desaceleração da atividade econômica, o custo de seguir a valorização do marco alemão tornou-se mais elevado para as moedas mais fracas do Sistema,

começou a haver pressão contra a forma pela qual o SME estava sendo conduzido.

A crise ficou definitivamente arraigada no Sistema quando a Alemanha iniciou o processo de reunificação com a antiga Alemanha Oriental, em 1990. O Bundesbank, com o impacto inflacionário provocado pela expansão da demanda interna com a reunificação, teve que aumentar as taxas de juros alemãs em 1991-92. Para preservar o SME e evitar uma desvalorização conjunta de suas moedas frente ao marco alemão (principalmente pelo fato de a Alemanha ser o maior parceiro comercial de todos os membros da Comunidade), os outros países da Europa também elevaram suas taxas de juros. A recessão, já vivenciada desde 1990, inevitavelmente foi aprofundada. No entanto, apesar de a generalização da instabilidade monetária ser iminente, a crise não seria deflagrada naquele momento. Havia um outro elemento a contribuir para que a estabilidade do SME, que já não mais existia, fosse mantida a qualquer custo: o compromisso dos países europeus com a UEM, reforçado com a aprovação do Tratado de Maastricht em dezembro de 1991. Sendo o SME a base da União Monetária, nenhum país ousaria pressionar a débil estabilidade de ter comprometido a UEM. O equilíbrio monetário vivido pela Europa entre setembro de 1987 e setembro de 1992 era, portanto, fictício, estava assentado em bases muito frágeis: por um lado, o excessivo (e potencialmente explosivo) atrelamento à política monetária alemã e, por outro,

a referência ao projeto de unificação da Comunidade. A crise do SME apenas seguiu sendo postergada ao longo deste período.

A Alemanha em 1991-92 seguiria apresentando taxas de juros elevadas, o que agravaria o cenário recessivo da Europa. O custo da referência das moedas da Comunidade ao marco alemão começava a ficar excessivamente elevado e, conseqüentemente, as pressões dentro do SME mais intensas. Ao mesmo tempo, nestes dois anos assistiu-se a inúmeros debates políticos na Europa questionando a validade de se manter com rigorosidade o projeto de UEM, diante da pesada recessão que este impunha à Comunidade, principalmente às economias mais fracas. Em junho de 1992 a população da Dinamarca rejeitou num plebiscito a adesão de seu país a Maastricht⁽¹⁾. A Inglaterra, por sua vez, quando da aprovação do Tratado em dezembro de 1991, colocou-se de fora da União Monetária. A França passou em setembro de 1992 por um plebiscito que corroborou Maastricht, mas por uma ínfima margem (50,95% da população respondeu favoravelmente a continuidade do processo). Nos países do sul da Europa, onde o desemprego atingia mais de 20% da PEA, a pressão política contra Maastricht também estava presente, ainda que aqueles fossem os países que mais se beneficiariam com a compleição da União.

⁽¹⁾ Será realizado novo plebiscito em maio de 1994, por decisão do Parlamento Dinamarquês. No entanto, o Conselho Europeu de Edimburgo, na Escócia, em dezembro de 1992, conferiu à Dinamarca, conforme a cláusula de Maastricht acima citada, a possibilidade de continuar dentro da UEM mas sem aderir à União Monetária.

A fase de "estabilidade" do SME foi encerrada abruptamente com a crise deflagrada em 16 de setembro de 1992, que implicou na saída da libra esterlina e da lira italiana do Sistema e na desvalorização da peseta espanhola em 5% frente às outras divisas européias^(B). A partir de então ficava caracterizado o desequilíbrio estrutural no SME, que passaria a refletir praticamente apenas a política monetária alemã, sem maior referência à suposta convergência das políticas econômicas comunitárias. Em 8 de maio de 1993 aconteceria um novo realinhamento das paridades centrais bilaterais do SME, sendo a peseta espanhola (novamente) e o escudo português desvalorizados frente às outras moedas do Sistema. O realinhamento destas moedas deve ser entendido em contexto mais amplo: já por duas vezes, em outubro de 1992 e fevereiro de 1993, o *Bundesbank* interviu no mercado cambial europeu tentando conter a valorização de sua moeda. tais intervenções, no entanto, seriam insuficientes. Diante das dificuldades com a estagnação econômica e o elevado desemprego, tornou-se impraticável para aquelas economias mais fracas continuar arcando com o peso de manter suas moedas atreladas ao marco: a Espanha desvalorizou sua moeda em 8% e Portugal o escudo português em 6,5%. Com o projeto de UEM cada vez mais desacreditado, a Alemanha isentou-se de uma maior responsabilidade sobre o SME, não mais intervindo ao mecanismo de flutuação e com o *Bundesbank* assumindo deliberadamente postura divergente quanto à convergência das políticas

^(B) in: Gazeta Mercantil de 19/21.9.1992.

econômicas da Comunidade, mantendo as taxas de juros alemãs elevadas.

Em 1º de agosto de 1993 o SME entra no que foi a sua crise mais aguda, que pode inclusive ter determinado o colapso definitivo de seu mecanismo cambial e, por consequência, comprometido seriamente o projeto de UEM (pelo menos em suas bases atuais). A Comunidade alterou profundamente o ERM, ampliando os limites de flutuação para a maioria das moedas do SME: agora, à exceção do marco alemão e do florim holandês, que continuam na faixa estreita de $\pm 2,25\%$, todas as outras divisas passariam a flutuar numa ampla faixa de $\pm 15\%$. Associada a esta alteração do ERM, houve uma vasta deterioração das moedas mais fracas do Sistema (embora as paridades centrais bilaterais tenham permanecido as mesmas), tendo sido desvalorizados o franco francês (2,9%), a coroa dinamarquesa (6,7%), a peseta espanhola (2,0%), os francos belga e luxemburguês (2,1%) e o escudo português (2,0%). A causa imediata da crise foi, mais uma vez, a decisão unilateral do *Bundesbank* de não reduzir as suas taxas de juros. O restante da Comunidade não teria outra alternativa a tomar: enfrentando recessão e com suas moedas sobrevalorizadas, era escolher entre continuar no modelo anterior de ERM e ver sua situação agravada ou buscar uma reformulação do SME como forma de equacionar parte de seus problemas. Na prática, como a adoção de faixas de flutuação de $\pm 15\%$ representa algo muito próximo do câmbio flutuante, a coordenação cambial parece estar (momentaneamente)

terminada. Neste contexto, o Conselho Europeu decidiu rever as regras de Maastricht antes de 1º de Janeiro de 1994, a data a princípio marcada para o início da segunda fase da União Monetária, numa clara mostra de que a crise explicitou algumas das inconsistências dos planos de UEM. Esta crise, ao conferir total inoperância ao SME, pode efetivamente ter comprometido a UEM. De fato, o SME perdeu totalmente a capacidade de manter a estabilidade cambial entre as moedas europeias com a adoção de margem de flutuação tão ampla. A instabilidade cambial que muito possivelmente será instaurada na Europa resultará em políticas econômicas autônomas, ou seja, no fim da já reduzida convergência existente na Comunidade, de modo que o comprometimento dos países europeus com Maastricht e a UEM estará virtualmente terminado. A revisão do SME torna-se elemento imprescindível para a sobrevivência da UEM.

4.4. Um Breve Comentário sobre as Perspectivas de União Monetária Europeia.

A grande questão por trás da coordenação monetária europeia está na funcionalidade da adoção de um sistema de taxas de câmbio fixas na Comunidade. Tanto o SME, com o mecanismo de paridades semi-fixas, como a UEM, com a criação do ECU, moeda comum, apontam para esta direção. De fato, as taxas de câmbio fixas seriam perfeitamente adequadas à situação europeia se: (1). a Europa estivesse imune às pressões

do SMI (dólar); e (2), não existisse internamente à Comunidade a ampla disparidade econômica verificada entre seus países-membros, que culmina com a preponderância alemã sobre as decisões comunitárias.

O Sistema Monetário Europeu, assentado em taxas de câmbio semi-fixas, não pode contornar estes problemas. Por um lado, estando o dólar de fora do mecanismo cambial europeu, é impossível para o SME ter algum controle sobre a moeda americana. O Sistema, institucionalmente, é totalmente vulnerável às mudanças de comportamento do dólar. Da mesma forma que ocorreu com a "serpente", maiores perturbações no SMI provocadas pela moeda americana podem desestabilizar o SME. Isso, no entanto, não ocorreu ao longo da década de 80. Neste período o comportamento do dólar esteve sempre de alguma forma refletido no marco alemão, que atuando como "âncora" para as outras moedas do Sistema conseguiu manter relativamente o equilíbrio cambial na Europa. Assim, se por um lado o SME não proporcionou estabilidade cambial necessariamente através de suas bases institucionais, por outro lado a referência ao marco alemão por parte das divisas restantes superou esta sua inconsistência. Houve, portanto, mérito do SME em solucionar as pressões exercidas pela moeda americana sobre a estabilidade cambial européia durante os anos 80, embora que para tanto o Sistema tenha sido desviado de sua concepção original. É importante notar que, se o marco alemão deixar de atuar como eixo do SME, é bastante provável que movimentos com o dólar no

mercado internacional possam trazer grande instabilidade cambial para a Europa. Permanece, assim, um componente de grande fragilidade estrutural na formulação do SME, justamente esta impossibilidade de se controlar o comportamento do dólar.

Por outro lado, O SME apresenta problemas estruturais graves em sua formulação no tocante ao equacionamento das disparidades macroeconômicas entre os seus países-membros. Em primeiro lugar, o ERM fixa paridades em termos nominais, o que não engloba a necessidade de ajuste em termos reais entre as moedas do Sistema em função da existência de diferenciais de inflação. Aqui, portanto, está configurada fonte potencial de pressão à estabilidade monetária da Europa. Em segundo lugar, o SME não regulamenta um maior compromisso pela convergência econômica entre os países da Comunidade, restringindo-se à observância das moedas dentro das margens de flutuação do ERM. Fica, assim, perfeitamente compatível uma situação como a que se desenvolveu no Sistema, de hegemonia alemã. Como não há convergência econômica, os países menos desenvolvidos da região, pela rigidez imposta pelas taxas de câmbio semi-fixas do ERM e a correr o risco de ver suas divisas desvalorizadas frente às da economia preponderantes (e que necessariamente respondem pela maior parcela do comércio europeu de bens e serviços), preferem atrelar-se às divisas destes países. Ao adotar esta conduta, estas economias mais atrasadas estão importando, junto à valorização artificial de suas moedas, a política econômica dos países mais

desenvolvidos. Tem-se uma contradição na formulação do SME: ou as moedas mais fracas abandonam a flutuação conjunta ou nela continuam artificialmente, perdendo o controle de sua política econômica mediante seu atrelamento a alguma divisa mais estável e apenas aguardando o momento de deflagração da crise cambial.

A consecução de uma zona monetária com câmbio fixo na Europa fica, portanto, muito distante da realidade. A fixação das paridades seria inegavelmente favorável à Comunidade: traria efeitos dinamizadores ao comércio regional e aos movimentos de capital, pois o risco cambial seria anulado. No entanto, a experiência mostra a sua impraticabilidade. No caso europeu a dificuldade de implementação é maior por duas questões: primeiro, porque estando a Europa sujeita às pressões do restante do Sistema Monetário internacional de taxas flutuantes, a estabilidade cambial dificilmente se verificaria quando de uma crise monetária mais ampla a nível do SMI. Segundo, o problema da (falta de) convergência das políticas macroeconômicas entre os países europeus é de difícil resolução: são realidades muito díspares, de modo que seria impossível a implementação de uma política comunitária de consenso. Como a estabilidade monetária da Europa depende em muito desta convergência na atuação econômica de seus países, o câmbio fixo na região fica comprometido.

Uma solução viável para o problema monetário europeu estaria na adoção de um mecanismo de coordenação com

taxas de câmbio mais flexíveis, e que envolvesse tanto paridades centrais determinadas em termos reais (ajustadas aos diferenciais de inflação) e que permitisse realinhamentos diante de choques externos ao mercado cambial europeu (caso da reunificação alemã). Por um lado, com esta maior flexibilidade estariam atenuados os problemas causados ou por pressões ocasionais provenientes do SMI ou por movimentos atípicos eventualmente ocorrendo entre as divisas européias. Por outro lado, a incorporação de taxas de câmbio reais ao mecanismo de flutuação conjunta eliminaria problemas cambiais decorrentes dos diferenciais de inflação e de produtividade entre os países da Comunidade. A estabilidade cambial estaria assentada não mais um sistema de paridades praticamente fixas, mas no melhor equacionamento das pressões monetárias proporcionado por taxas de câmbio mais flexíveis, um equilíbrio não tão pleno quanto o (supostamente) resultante do sistema de paridades fixas porém muito menos sujeito a crises. Ficaria, assim, assegurada a estabilidade monetária européia de uma forma menos pontual mas muito mais funcional. A experiência mostrou as dificuldades do câmbio fixo na questão monetária européia. A insistência em esforços nesta direção inevitavelmente resultará em sério risco para o futuro da união monetária da Europa.

ANEXO

Tabela I

Participação do Comércio Intra-CEE no Comércio Mundial

Ano	Percentual	Crescimento (1957=100)	
1957	11,8	-	100
1967	17,6	49,15%	149
1973	21,4	21,59%	180
1980	19,3	(9,81)%	162
1987	22,3	15,54%	187

Id: Unal & Lafay-Kesenci (1990).

Tabela II

**Balanço de Pagamentos dos EUA (1950-73)
Médias Anuais (US\$ Bilhões)**

	1950-59	1960-64	1965-69	1970-73
1. Conta Corrente				
Balança Comercial	3,0	5,5	2,8	(1,3)
Trans. militares	(2,3)	(2,4)	(2,9)	(3,0)
Rendas IED	2,1	3,9	5,7	8,7
Ajuda não militar	(2,0)	(1,9)	(1,7)	(1,8)
2. Conta Capital	(0,1)	(3,3)	1,4	(4,3)
Cap. a Longo Prazo	(1,7)	(3,9)	(3,7)	(6,5)
Cap. a Curto Prazo	0,3	(0,5)	3,1	(8,1)
3. Erros e Omissões	0,3	(1,0)	(0,9)	(4,8)
4. Saldo	(1,3)	(2,2)	0,0	(12,5)

Id: International Trade Statistics (1965,1989);
National Accounts Statistics (1983)

Tabela III

Composição do ECU

	Peso Percentual		
	13.3.1979	17.9.1984	21.9.1989
Marco Alemão	33,0	32,0	30,1
Franco Francês	19,8	19,0	19,0
Libra Esterlina	13,3	15,0	13,0
Lira Italiana	9,5	10,2	10,1
Florim Holandês	10,5	10,1	9,4
Franco Belga	9,3	8,2	7,6
Franco Luxemb.	0,4	0,3	0,3
Coroa Dinam.	3,1	2,7	2,4
Punt Irlandês	1,1	1,2	1,2
Dracma Grego	-	1,3	0,5
Peseta Esp.	-	-	5,3
Escudo Port.	-	-	0,8

Id: IMF Occasional Paper (nº 48 e 70).

Tabela IV

Realinhamentos do SME

Mudanças Percentuais nas Paridades Bilaterais (em ECUs)

	24.set 1979	30.nov 1979	23.mar 1981	5.out 1981	22.fev 1982	14.jun 1982	21.mar 1983
Franco belga/lux.					-8,5		+1,5
Coroa dinam.	-2,9	-4,8			-3,0		+2,5
Marco alemão	+2,0			+5,5		+4,25	+5,5
Franco francês				-3,0		-5,75	-2,5
Lira italiana			-6,0	-3,0		-2,75	-2,5
Punt irlandês							-3,5
Florim holandês				+5,5		+4,25	+3,5
Peseta esp.							
Escudo port.							
Libra esterlina							

	22.jul 1985	7.abr 1986	4.ago 1986	12.jan 1987	8.jan 1990	16.set 1992	0.mai 1993
Franco belga/lux.	+2,0	+1,0		+2,0			
Coroa dinam.	+2,0	+1,0					
Marco alemão	+2,0	+3,0		+3,0			
Franco francês	+2,0	-3,0					
Lira italiana	-6,0				-3,7		
Punt irlandês	+2,0		-8,0				
Florim holandês	+2,0	+3,0		+3,0			
Peseta esp.						-5,0	-8,0
Escudo port.							-6,5
Libra esterlina						-7,0	

in: IMF Occasional Paper nº 73

Gazeta Mercantil (17.9.92 e 9.5.93)

Tabela V

Variabilidade das Paridades Bilaterais Reais (ERM)

Período	1974-78	1979	1982	1986	1987	1988	1989	1979-89
Variabilidade (ERM)	25,9	11,4	15,3	17,5	6,2	6,8	8,4	13,6

In: IMF Occasional Paper - nº 73 (1990).

Quadro I

Histórico da Comunidade Econômica Européia

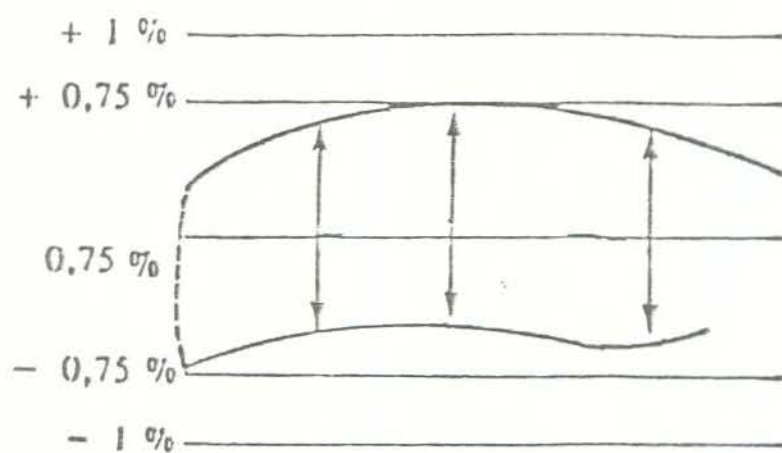
25.mar.1957	Tratado de Roma cria a Comunidade Econômica Européia (CEE) e a EURATOM. São membros os mesmos países da CECA.
1 ^a .jan.1958	Entra em vigor a CEE e a EURATOM.
1959	Surge a <i>European Free Trade Association</i> (EFTA), resposta dos países europeus não associados à CEE.
Agosto.1961	Inglaterra apresenta primeiro pedido oficial de adesão à CEE. Também requerem entrada Dinamarca, Irlanda e Noruega.
1963	Pedido de associação da Inglaterra é recusado, decisão influenciada pelo presidente francês de Gaulle.
1967	Segundo pedido de adesão da Inglaterra. Segunda recusa da França.
22.jan.1972	Assinado tratado de adesão à CEE da Inglaterra, Irlanda e Dinamarca.
Julho.1972	Assinada convenção de livre comércio entre a EFTA e a CEE.
1 ^a .jan.1973	Inglaterra, Irlanda e Dinamarca são membros efetivos da CEE.
1976	Grécia pede adesão à CEE.
1977	Portugal e Espanha pedem adesão à CEE.
1 ^a .jan.1981	A Grécia torna-se o décimo membro da CEE.
1 ^a .jan.1986	Portugal e Espanha são membros da CEE.
1988	Relatório Delors estabelece início dos esforços pela União Econômica e Monetária (UEM) da Europa.
Dezembro.1991	Tratado de Maastricht define etapas da UEM, a ser finalizada no máximo em 1999.
1 ^a .jan.1993	Entra em vigor o Mercado Único Europeu.

Quadro II

Breve Histórico do SME/ERM

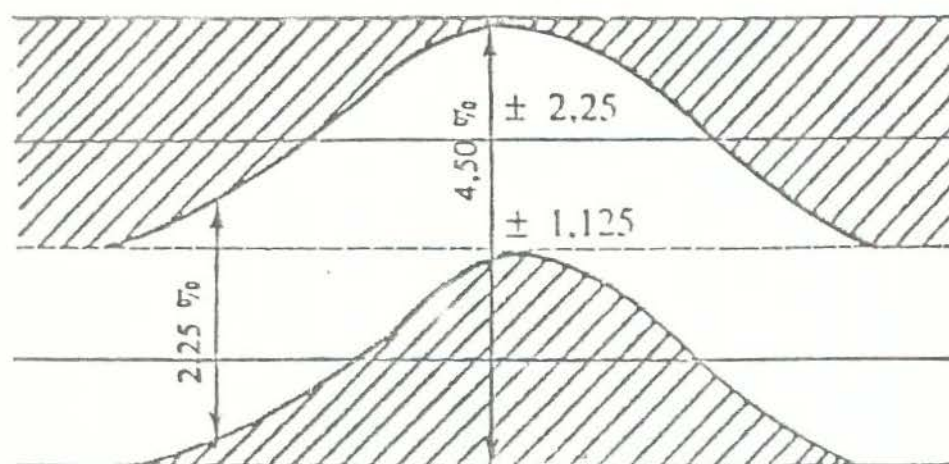
13.mar.1979	O SME entra em funcionamento. São membros todos os nove países à época na Comunidade. A Inglaterra decide não participar da flutuação cambial (ERM).
1981	A Grécia entra no SME, mas não participa do ERM (até hoje o dracma grego nunca esteve na flutuação conjunta).
1986	Portugal e Espanha entram no SME, inicialmente sem tomar parte no ERM.
Jun.1989	A peseta espanhola ingressa no ERM, na faixa de +/- 6%.
Jan.1990	A lira italiana passa para a faixa de +/- 2,25%.
Out.1990	A libra esterlina entra pela primeira vez no ERM, na faixa de +/- 6%.
Jan.1991	A libra esterlina deixa o ERM.
Abr.1992	O escudo português entra no ERM, na faixa de +/- 6%.
Mai.1992	A libra esterlina retorna ao ERM, na faixa de +/- 6%.
Set.1992	A libra esterlina e a lira italiana saem do ERM.
1º.Ago.1993	Crise do SME. Faixas de flutuação do ERM ampliadas para +/- 15% (exceto para o marco alemão e o florim holandês, que permaneceram na faixa de +/- 2,25%).

Figura I



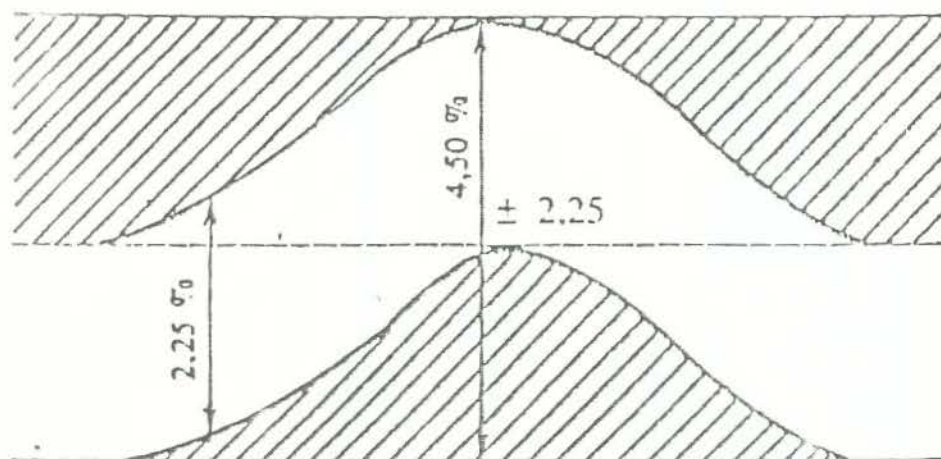
A "Serpente" segundo o Plano Werner.

Figura II



A "Serpente no Túnel".

Figura III



A "Serpente" Livre.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M. - "La fin des Devises Clés". Paris, Agalma, La Découverte, 1986.
- AGLIETTA, M. - "Union Monétaire et Banque Centrale", in: *"Revue d'économie Financière"*, nº 8/9, março-junho de 1989. Paris, PUF, 1989.
- BANNOCK, G.; BAXTER, R. & DAVIS, E. - "Dictionary of Economics". Londres, Penguin, 1987.
- BLOCK, F.L. - "Los Orígenes del Desorden Económico Internacional". Cidade do México, Fondo de Cultura Económica, 1977.
- BORCHARDT, K. - "A Unificação Europeia - Criação e Desenvolvimento da Comunidade Europeia". Luxemburgo, Serviços das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, 1987.
- CACHEUX, J.; MATHIEU, C. & STERDYNIAK, H. - "Maastricht: Les Enjeux de la Monnaie Unique", in: *"Problèmes Economiques"*, nº 2274, maio de 1992. Paris, 1992.
- DAM, K.W. - "Le Système Monétaire International". Paris, PUF, 1982.
- DAM, K.W. - "The Rules of the Game - Reform and Evolution in the International Monetary System". Chicago, The University of Chicago Press, 1982.
- DE VRIES, T. - "On the Meaning and Future of European Monetary System", in: *"Essays in International Finance"*, nº 138, setembro de 1980. Princeton, Princeton University Press, 1980.
- FRATIANNI, M.; VON HAGEN, J. & WALLER, C. - "The Maastricht Way to EMU", in: *"Essays in International Finance"*, nº 187, junho de 1992. Princeton, Princeton University Press, 1992.
- GOODMAN, S.F. - "The European Community". Londres, Macmillan, 1990.
- GOWA, J. - "Closing the Gold Window - Domestic Politics and the End of Bretton Woods". Londres, Cornell University Press, 1978.
- KRUGMAN, P. - "Economic Integration in Europe: Some Conceptual Issues", in: *"The European Internal Market - Trade and Competition"*. Londres, Oxford University Press, 1990.
- KRUGMAN, P.R. & OBSTFELD, M. - "International Economics - Theory and Policies". Londres, SF&C, 1988.
- LAFAY, G. & UNAL-KESENCI, D. - "L'Intégration Européenne - Bilan et Perspectives". Paris, Economica, 1990.
- MOLLE, W. - "The Economics of European Integration - Theory, Practice, Policy". Londres, Dartmouth Publishing Company, 1990.
- PARBONI, R. - "The Dollar and its Rivals". Londres, Verso, 1981.

- PÉREZ, P. - "La Convergência"; in: *"El Mercado Unico"*. Madrid, Prensa de la Universidad Politécnica de Madrid, 1992.
- SAMUELSON, A. - "économie Monétaire Internationale". Paris, Dalloz, 1990.
- THORSTENSEN, V. - "Tudo sobre Comunidade Européia". São Paulo, Brasiliense, 1992.
- TRIFFIN, R. - "A Evolução do Sistema Monetário Internacional: Reavaliação Histórica e Perspectivas Futuras"; in: *"Economia Internacional"*, série ANPEC - Leituras de Economia. São Paulo, Saraiva, 1979.
- TRIFFIN, R. - "L'Histoire de l'Unification Monétaire Européenne: de l'UEP à nos Jours"; in: *"Révue d'économie Financière"*, n° 8/9, março-junho 1989. Paris, PUF, 1989.
- TRIFFIN, R. - "O Colapso Monetário Internacional e a Reconstrução em Abril de 1972"; in: *"Economia Internacional"*, série ANPEC - Leituras de Economia. São Paulo, Saraiva, 1979.
- UNGERER, H.; EVANS, O. & NYBERG, P. - "The European Monetary System: The Experience, 1977-82"; in: *"Occasional Paper - IMF"*, n° 19. Washington, 1983.
- UNGERER, H.; EVANS, O.; MAYER, T. & YOUNG, P. - "The European Monetary System: Recent Developments"; in: *"Occasional Paper - IMF"*, n° 48. Washington, 1986.
- UNGERER, H.; HAUVONEN, J.J.; LOPEZ-CLAROS, A. & MAYER, T. - "The European Monetary System: Developments and Perspectives"; in: *"Occasional Paper - IMF"*, n° 73. Washington, 1990.
- VASSOL, T. - "Le SME, Socle de l'Union Economique et Monétaire"; in: *"Révue d'économie Financière"*, n° 8/9, março-junho de 1989. Paris, PUF, 1989.
- ZABALZA, A. - "La Cohesión en la Europa del Mercado Unico y la UEM"; in: *"El Mercado Unico"*. Madrid, Prensa de la Universidad Politécnica de Madrid, 1992.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

- "International Trade Statistics Yearbook - 1964"; Nova Iorque, Publishing Division of United Nations, 1965.
- "International Trade Statistics Yearbook - 1988"; Nova Iorque, Publishing Division of United Nations, 1989.
- "National Accounts Statistics: Main Aggregates and Detailed Tables - 1982"; Nova Iorque, Publishing Division of United Nations, 1983.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPÉIAS

- "Eurostat - Foreign Trade/1992" - Luxemburgo, 1992.
- "A Unificação Européia - Criação e Desenvolvimento da Comunidade Européia" - Luxemburgo, 1987.
- "Abertura do Mercado Interno" - Luxemburgo, 1992.
- "Acto único Europeu" - Luxemburgo, 1987.
- "Do Grande Mercado à União Européia" - Luxemburgo, 1992.
- "ECU officiel, ECU Privé: Fonctionnement et Rôle d'une Devise Originale", in "*Problèmes Economiques*", n° 2274, maio de 1992. Paris, 1992.
- "O ECU" - Luxemburgo, 1991.
- "O Mercado Interno em Acção" - Luxemburgo, 1992.
- "O que é o SME?" - Luxemburgo, 1991.
- "Perguntas e Respostas sobre a Comunidade Européia" - Luxemburgo, 1993.
- "Rumo a um Grande Mercado Interno dos Serviços Financeiros" - Luxemburgo, 1992.
- "União Económica e Monetária" - Luxemburgo, 1989.

PERIÓDICOS

- FOLHA DE SÃO PAULO - edição de 7.2.1993.
- GAZETA MERCANTIL - edições de 19/21.9.1992, 16.10.1992, 14.4.1993 e 4.8.1993.
- O ESTADO DE SÃO PAULO - edições de 7.2.1993, 14.5.1993, 3.8.1993, 5.8.1993 e 8.8.1993.
- "THE ECONOMIST" - edições de 19.9.1992 e 23.10.1993.