

# A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E OS CHOQUES ASSIMÉTRICOS NA UNIÃO EUROPEIA\*

JORGE MIGUEL CARDOSO RIBEIRO DE JESUS\*\*

**Resumo:** O artigo, primeiramente, analisa a teoria das áreas monetárias ótimas, desde o trabalho de Mundell até a atualidade. Em seguida, a partir dos ensinamentos teóricos colhidos na teoria das áreas monetárias ótimas, testa-se a sua aplicabilidade ou não à União Européia. Depois, abordam-se os custos e benefícios que envolveram a formação da União Econômica e Monetária da União Européia. Por fim, faz-se uma sintética resenha sobre a questão, essencialmente empírica, dos choques assimétricos na União Européia.

**Palavras-chave:** áreas monetárias ótimas, União Econômica e Monetária, União Européia, custos e benefícios, choques assimétricos.

**Classificação JEL:** E32, E42, F15.

## THE THEORY OF THE OPTIMAL MONETARY AREAS AND THE ASYMMETRIC SHOCKS INTO THE EUROPEAN UNION

**Abstract:** The article first analyses the theory of the optimal monetary areas, from the work of Mundell until today. Then,

---

\* Recebido em 08/05/04 e liberado para publicação em 14/10/04.

Este artigo é uma versão modificada do capítulo IV da dissertação de mestrado do autor, intitulada União econômica e monetária da União Européia e o federalismo fiscal: uma quimera inexequível no curto prazo, defendida em dezembro de 2001 no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

\*\* Licenciado em Economia pela Universidade Lusíada de Lisboa. Pós-graduado em Estudos Europeus pela Faculdade de Direito da Universidade Clássica de Lisboa. Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Professor visitante do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Santa Cruz (UESC/BA).

from the theoretical teachings collected in the theory of the optimal monetary areas, it is tested if they are applicable or not to the European Union. Subsequently the article approaches the costs and benefits involved in the creation of the Economic and Monetary Union of the European Union. Finally a synthetic overview of the asymmetric shocks in the European Union, a mainly empirical question, is presented.

**Key-words:** optimum currency area, Economic and Monetary Union, European Union, costs and benefits, shock asymmetry.

**JEL:** E32, E42, F15.

## **1. A teoria das áreas monetárias ótimas**

No início dos anos 60, existia uma enorme controvérsia sobre qual o melhor regime de câmbio (fixo ou flexível) para fazer face a um eventual desequilíbrio na balança de pagamentos de um país. Mundell (1961) publica, nesse ambiente, seu artigo pioneiro sobre a teoria das áreas monetárias ótimas, que, dada sua relevância, iremos em seguida descrever.

Suponham-se duas regiões (ou países) A e B com moedas próprias e relações econômicas entre si. O modelo apresenta as seguintes hipóteses: situação de pleno emprego e equilíbrio da balança de pagamentos; salários nominais e preços constantes; autoridades monetárias que objetivam o combate à inflação. Após um choque externo da demanda, aumenta a procura dos bens em A em detrimento dos bens de B. A produção sobe em A e decresce em B, originando desemprego em B e inflação em A. No país B, haverá déficit da balança de transações correntes, pois sua despesa não diminuirá na mesma proporção do produto, dado que serão acionados os meios de segurança social (subsídios de desemprego etc.). Ocorrerá um excedente na BTC de A, porque sua despesa não cresce no mesmo ritmo do produto, em virtude de ser poupada uma parcela de sua renda extra. Devido às hipóteses do modelo, o país B não pode baixar os salários, nem é possível a mobilidade internacional do trabalho. Logo, deprender-se-ia que a correção dos desequilíbrios de A e B seria

feita à custa de maior inflação em A. Mas uma hipótese do modelo também obsta a tal. Daí, o país B terá de deflacionar para solucionar o problema. Mundell afirma que a solução alternativa seria a desvalorização da moeda de B em relação à de A, o que resolveria os problemas de desemprego e deficit da BTC em B e de inflação e superavit da BTC em A.

Num segundo cenário, A e B são duas regiões pertencentes a uma economia fechada com moeda única. Existe o objetivo de pleno emprego. Após o choque externo da procura, a deslocação da demanda de B para A provoca desemprego em B e inflação em A. As autoridades do Estado ampliarão a oferta de moeda para reduzir o desemprego em B, só que isso implica o aumento do nível médio de preços em A. O instrumento taxa de câmbio poderia solucionar o problema.

Considere-se, agora, A e B como duas regiões comuns a dois países X e Y, cada qual com sua moeda nacional. Por suposição, A é especializada no bem 1 e B no bem 2. Após um choque, a produtividade na produção do bem 2 sobe, o que acarreta excesso de oferta dele e excesso de demanda do bem 1. Por causa disso, tem-se desemprego em B e inflação em A. Aqui, a taxa de câmbio não resolveria a situação. Se as autoridades dos dois países aumentassem a oferta de moeda, à retração do desemprego em B corresponderia maior inflação em A. Se as autoridades dos dois países reduzissem a oferta de moeda, à melhora da inflação em A equivaleria o agravamento do desemprego em B. Portanto, opondo-se à problemática central do debate da época, Mundell afirma que a questão não é saber qual dos dois regimes (fixos ou flexíveis) é melhor, mas sim que circunstâncias tornam um dos dois regimes mais adequado.

Por isso o autor, num regime de câmbios fixos entre A e B, procura encontrar a solução para o dilema inflação-desemprego, após o choque externo da procura. Nesse modelo, a flexibilidade salarial e a mobilidade da mão-de-obra são consideradas. Utilizando a hipótese de flexibilidade salarial, o desemprego em B reduziria as reivindicações dos trabalhadores, proporcionando a redução dos salários em B. O excesso da procura de trabalho em A traduzir-se-ia na elevação dos salários em A. Logo, os preços aumentariam em A e declinariam em B, a demanda dos bens de A teria quebra, ao contrário da procura dos

bens de B. Dessa forma seriam resolvidos os problemas de desemprego e deficit da BTC em B e de inflação e superavit da BTC em A.

Fazendo, agora, uso da mobilidade do fator trabalho, os trabalhadores desempregados do país B poderão emigrar para o país A, onde existe excesso de procura de trabalho. Deixaria de existir o desemprego e o deficit da BTC em B, assim como a inflação e o superavit da BTC em A.

De acordo com Mundell, o critério ótimo para a formação de uma união monetária era a mobilidade dos fatores. Perante um choque assimétrico, dois ou mais países estavam em condições de constituir uma zona monetária, desde que a mobilidade dos fatores de produção entre eles fosse elevada.

Estendendo a análise, é lícito afirmar que dois ou mais países estabelecem uma área monetária ótima<sup>1</sup> quando, após um choque idiossincrático<sup>2</sup>, está disponível pelo menos um dos seguintes mecanismos automáticos de ajustamento: flexibilidade de preços e salários; mobilidade dos fatores de produção; capacidade de amortecimento das flutuações assimétricas da produção e do emprego por meio de um instrumento<sup>3</sup> orçamental<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Quando constituem uma união monetária, seus Estados-membros abdicam da possibilidade de utilizar a taxa de câmbio nominal. Contudo, é preciso averiguar a eficácia ou não desse instrumento. No caso de ser pouco eficaz, a renúncia à sua utilização não representa um custo significativo. A importância desse mecanismo (e em que situações atua) será examinada em detalhes na seção 3 deste artigo.

<sup>2</sup> Quanto maior o choque assimétrico, maior será o custo de renunciar ao uso da taxa de câmbio nominal. Essa questão é primordial, por isso será objeto de análise na seção 4 deste artigo.

<sup>3</sup> Esse terceiro processo de ajuste não será abordado neste trabalho.

<sup>4</sup> Uma boa definição de área monetária ótima é dada por Mendonça, para quem “uma zona monetária dada, compreendendo  $n$  regiões é dita ótima se, em presença de choques externos assimétricos, afetando a procura de produtos ou a oferta de fatores de uma ou várias dessas regiões, processos automáticos de ajustamento entram em ação, tornando desnecessárias modificações nas taxas de câmbio entre as regiões. Estes processos são, nesta óptica, essencialmente três: mobilidade dos fatores de produção entre as regiões ou países, flexibilidade perfeita dos salários, mecanismos de transferências financeiras automáticas entre a autoridade central e a região ou país afetado”. Mendonça (1995), p. 575.

Dada a inexistência de um método que pudesse aferir o nível ótimo<sup>5</sup> da mobilidade do fator de produção, surgiram, na abordagem tradicional dessa teoria, diversos trabalhos indicando outros fatores econômicos decisivos para a realização de uma zona monetária ótima<sup>6</sup>.

Para Mckinnon (1963), quanto maior o grau de abertura entre um grupo de países, em melhores condições eles estão de fazer parte de uma área monetária ótima. Uma economia seria aberta se a relação entre bens transacionáveis e não transacionáveis fosse elevada<sup>7</sup>. No caso de o peso do comércio externo ser elevado numa economia, as modificações cambiais rapidamente se fariam sentir nos preços internos (via aumento dos produtos importados), exigindo então dos trabalhadores a subida de seus rendimentos nominais para repor o poder de compra. Supondo-se a inexistência de ilusão monetária, chega-se à conclusão de que alterações nas taxas de câmbio implicariam acréscimo proporcional nos preços internos, impedindo assim alterações das variáveis reais da economia. Contudo, para economias mais fechadas, a variação dos câmbios é eficaz e exerce pouco efeito sobre o nível de preços<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Eichengreen (1990-c), p. 1, lamenta o fato de a teoria das AMO não possuir um teste formal que permita aquilatar o interesse ou não de constituir uma AMO. Para Melitz (1995), p. 493, essa teoria permanece no mesmo estado informal em que aparece no artigo de Mundell, pois os únicos dados novos reportam-se ao aparecimento de novos critérios para a definição de uma AMO.

<sup>6</sup> Cesarano (1997), p. 53, criticou o fato de a otimalidade estar dependente de características (ou critérios) externos, e não de propriedades de equilíbrio da economia.

<sup>7</sup> Mckinnon utiliza essa definição inicialmente formulada por Harrod (1957), p. 53-56. Os bens transacionáveis (bens exportáveis, produzidos domesticamente e em parte exportáveis; bens importáveis, produzidos domesticamente ou importados) são aqueles que fazem parte do comércio internacional. Os não transacionáveis, por dificuldades logísticas (por exemplo, custos de transporte), não são negociados internacionalmente.

<sup>8</sup> Overturf (1993), por meio de um estudo empírico, reconhece a importância do critério de Mckinnon. Todavia, esse critério também enferma da ausência de um sistema de quantificação e não leva em conta a possibilidade de propagação de instabilidade externa no interior de um país numa AMO, pois Mckinnon pressupõe, como premissa do modelo, a estabilidade de preços no resto do mundo.

Segundo Kenen (1969), quanto mais diversificada a estrutura de produção de um país, mais razões ele terá para integrar uma união monetária. Uma nação produtora de vasta gama de produtos normalmente também exportará grande diversidade de produtos, por isso a existência de um choque assimétrico sobre dado setor não agravará, de forma substancial, sua atividade econômica<sup>9</sup>. Inversamente, um Estado com estrutura produtiva pouco variada terá interesse em conservar a taxa de câmbio como forma de ajustamento, já que a menor procura internacional de seus bens exportáveis (em reduzido número) influenciará, decisivamente, sua economia<sup>10</sup>.

Dos trabalhos de Ingram (1959, 1969 e 1973)<sup>11</sup>, extrai-se outro critério de otimalidade: a integração financeira. A integração financeira dos mercados de capitais de um conjunto de nações, eliminando as restrições à circulação de capitais, permite extinguir as diferenças nas taxas de juro (estando as taxas de câmbio fixas), possibilitando assim menores encargos de financiamentos dos

---

<sup>9</sup> Se fosse ativada a taxa de câmbio, nesse caso seriam modificados os preços relativos entre todos os bens produzidos no país e todos os bens estrangeiros. Quando só se pretendia a alteração dos preços dos bens que sofreram externalidade negativa, logo o país, dada sua enorme variedade de produtos exportados, necessitaria menos da taxa de câmbio, em função da menor gravidade dos desequilíbrios existentes.

<sup>10</sup> Kenen (1969) alerta para a necessidade de, numa união monetária (em que deixa de existir política monetária e cambial nacional), haver uma autoridade orçamental que cubra impostos e execute transferências financeiras que se revelem necessárias no âmbito das políticas de estabilização (isto é, perante choques assimétricos na procura). Essa análise, já presente em Mundell, é desenvolvida por Johnson (1970), que defende as transferências financeiras inter-regionais das regiões prósperas para as mais pobres ou afetadas por um choque externo negativo.

<sup>11</sup> Em rigor o autor, em seus trabalhos, nunca se preocupou em encontrar um critério ótimo para a definição de uma AMO. Mas de suas importantes considerações, nos artigos sobre balança de pagamentos, foram retirados ensinamentos que permitiram à literatura econômica internacional considerar a integração financeira como um elemento importante para a definição de uma AMO.

deficits. Portanto, Estados com boa integração financeira estão em condições de constituir uma Área Monetária Ótima (AMO)<sup>12</sup>.

Haberler (1970), Tower e Willet (1970), Fleming (1971), Corden (1992)<sup>13</sup>, Giersch (1973), Magnifico (1974), entre outros, defenderam a idéia de que, quanto menores os diferenciais de inflação entre vários países, em melhores condições eles estavam de formar uma área monetária ótima<sup>14</sup>.

Cooper (1977), Hamada (1985), Kindleberger (1986), Bourguinat (1992), entre outros, preconizaram o critério de preferências homogêneas, segundo o qual as nações que mantivessem trocas intensas entre si e manifestassem preferências homogêneas, tanto em relação aos bens que transacionavam entre si como em relação aos bens coletivos (em termos de política econômica), estavam em condições de pertencer a uma AMO.

Uma das lacunas da teoria tradicional<sup>15</sup> das AMO reside no fato de apenas se referir aos custos associados à formação de uma união monetária, eximindo-se de abordar as vantagens (Bofinger, 1994). Surge, no início da década de 70, a *benefit-cost approach*. Porém, a abordagem custos-benefícios<sup>16</sup> da criação de uma união monetária

---

<sup>12</sup> Este critério tem contra ele o actual funcionamento da economia mundial, pois a liberdade de circulação de capitais é quase geral mas não existe uma moeda única mundial.

<sup>13</sup> Essa visão, inserindo-se na questão do dilema inflação-desemprego, perdeu certo fôlego com os choques petrolíferos da oferta, da década de 70 (em que apareceu a estagflação), sendo desmistificada por Friedman (1967) e Phelps (1968), que apresentaram dados comprovativos da inoperância da curva de Phillips no longo prazo.

<sup>14</sup> Essa perspectiva é de cunho monetarista, tendo por isso servido de inspiração para a continuidade de alguns critérios de Maastricht.

<sup>15</sup> Para uma recensão da literatura mais relevante sobre a abordagem tradicional da teoria das áreas monetárias ótimas, ver, por exemplo, Ishiyama (1975), Tower e Willet (1976), Narassiguin (1992).

<sup>16</sup> Na senda dessa abordagem, Grubel (1970) realizou um trabalho, procurando analisar o bem-estar dos residentes, que era uma função crescente do rendimento real, da estabilidade do rendimento e do nível de independência econômica nacional. Se, com a criação da união monetária, os cidadãos dos Estados-membros vissem melhorado seu bem-estar, então estar-se-ia na presença de uma AMO.

padecia de dificuldades de quantificação, ponderação e comparação dos diversos custos e benefícios, sendo abandonada no final dos anos 70 (Tavlas, 1994).

Durante a década de 80, inseridos na “nova” visão da integração monetária, diversos autores, procuraram comparar o custo derivado do abandono da taxa de câmbio como mecanismo acomodador de choques assimétricos com o benefício da obtenção de maior reputação e credibilidade dos governos no que concerne ao combate à inflação. Essa tentativa de comparação está, no entanto, eivada de enorme grau de subjetividade<sup>17</sup>.

## 2. A teoria das áreas monetárias ótimas e a União Européia

**Tabela 1**  
**Origem da população ativa em 1996 (em % da população ativa)**

	Nacionais	Outros países da UE	Países fora da UE
Bélgica	91,8	5,8	2,4
Dinamarca	97,8	0,8	1,4
Alemanha	91,1	2,8	6,1
Grécia	98,2	0,2	1,6
Espanha	99,2	0,3	0,5
França	93,6	2,4	4,0
Irlanda	96,4	2,8	0,8
Itália	99,6	0,1	0,3

Fonte: Eurostat (1996), citado por Fitoussi (org.) (1999), p. 98.

<sup>17</sup> A comparação entre esses custo e benefício é subjetiva, já que depende da dimensão e possibilidade de ocorrência de choques assimétricos futuros e do grau de credibilidade das instituições políticas nacionais (Gros e Thygesen, 1998). Apesar de tudo, De Grauwe (1995) (1996) entende que a credibilidade do banco central é um aspecto fundamental na elaboração de uma AMO. Svensson (1994), no âmbito da teoria de credibilidade, afirma que credibilidade e inflação baixa têm de ser construídas internamente pelo país.



**Origem da população ativa em 1996 (em % da população ativa)**

	Nacionais	Outros países da UE	Países fora da UE
Luxemburgo	59,6	36,2	4,2
Holanda	96,2	1,8	2,0
Áustria	90,2	1,2	8,6
Portugal	98,9	0,1	1,0
Finlândia	99,2	0,1	0,7
Suécia	95,6	2,0	2,4
Reino Unido	96,4	1,5	2,1
UE - 15	95,3	1,7	3,0

*Fonte:* Eurostat (1996), citado por Fitoussi (org.) (1999), p. 98.

A Tabela 1 demonstra a reduzida mobilidade do trabalho entre os países da União Européia<sup>18</sup>. Algumas das explicações para tal reportam-se a motivos de: cultura, tradição, língua, distância, formação, preconceito, obstáculos institucionais etc.<sup>19</sup> Eichengreen (1990-a e 1993) comprova a menor circulação de trabalhadores na Europa em relação aos EUA. Blanchard e Katz (1992), num importante estudo, dão conta do relevante papel da mobilidade de mão-de-obra dos EUA, na reabsorção de choques regionais<sup>20</sup>. De Grauwe e Vanhaverbeke

<sup>18</sup> Segundo a análise de Mundell, na presença de pleno emprego, quando de um choque assimétrico da procura numa região, os trabalhadores desempregados deslocam-se dessa para outras regiões, resolvendo assim o problema do desemprego.

<sup>19</sup> Straubhaar (1988) conclui que a livre circulação de pessoas no seio da Comunidade Econômica Européia, em virtude do mercado único proporcionando pelo Ato Único Europeu, não modificou a baixa mobilidade de mão-de-obra intra-CEE.

<sup>20</sup> Porém, os autores também observam a incapacidade desse mecanismo no que se refere ao aumento da convergência das economias regionais norte-americanas. Marston (1985) mostra que as diferenças de desemprego permanecem entre as metrópoles americanas. Barro e Sala-i-Martin (1990 e 1991) concluem que a influência desse meio de ajuste sobre a convergência a longo prazo das economias dos estados dos EUA (em termos de PIB per capita e taxa de desemprego) é fraca.

(1991) concluem que os fluxos de trabalho inter-regionais na União Européia desempenham uma função importante no ajuste a choques regionais, ao contrário do que se passa com os fluxos internacionais<sup>21</sup>.

Decressin e Fatás (1994) observam, numa análise econométrica, a automaticidade da volubilidade da mão-de-obra norte-americana, em face de um choque idiossincrático ocorrido em determinada região. Em contrapartida, na Europa, nas mesmas circunstâncias, obtém-se o ajuste nos três primeiros anos por meio da menor taxa de participação. Thomas (1994) discorda e afirma que na Europa o substituto da emigração é o desemprego estrutural, e não a menor taxa de participação. O elevado grau de proteção social (subsídios de desemprego, enorme proteção laboral etc.) contribuiu para essa situação (Descours e Jacquot, 1992), levando Bini-Smaghi e Vori (1993) a concluir que a migração na União Européia não é o meio de ajuste ideal, porque tem custos econômicos e sociais ignorados pela ciência econômica não considerados pela análise de Mundell. Logo, propõem um amplo sistema de proteção social para colmatar os custos de bem-estar associados ao desemprego temporário. Bayoumi e Prasad (1995) entendem que um dos fatores da maior integração do mercado de trabalho dos EUA advém do fato de a evolução da produtividade ser dominada por fatores setoriais, e não por fatores nacionais, como acontece na EU.

A partir do primeiro choque petrolífero, os fluxos migratórios da Europa mediterrânica para o norte europeu quase estagnaram (Muet, 1991), ilustrando, de certa forma, uma degradação generalizada das perspectivas de emprego (Werner, 1991). Para Mantel (1994), no futuro, uma hipotética melhora na circulação de trabalhadores, no seio da União Européia, só poderá circunscrever-se aos segmentos mais qualificados da mão-de-obra. Em 1990, Eichengreen (1990-a) esti-

---

<sup>21</sup> Num estudo empírico sobre cinco países europeus, os autores verificam a maior mobilidade inter-regional das nações do norte (Alemanha, França, Reino Unido), quando comparadas com os países do sul (Itália e Espanha), apesar de as diferenças regionais de renda per capita serem superiores no sul da Europa, conforme se depreende do trabalho de Neven e Gouyette (1995). Puga (1997) constatou que a disparidade de rendas entre os Estados da União Européia supera as diferenças de rendimentos existentes entre os estados dos EUA.

mou que, em 1987, a dispersão das taxas de desemprego entre os membros da União Européia era duas vezes superior ao que se passava entre os estados dos EUA. A Tabela 2, com dados até 1997, permite aferir a imutabilidade de tal situação no que concerne à Europa.

**Tabela 2**  
**Disparidades regionais do desemprego por**  
**Estado-membro em 1987 e 1997**

	Desemprego			
	mão-de-obra (%)		Disparidade regional (desvio padrão)	
	1987	1997	1987	1997
Bélgica	11,0	8,9	3,0	3,7
Dinamarca	5,8	5,7	-	-
Alemanha	-	9,8	-	4,4
Alemanha 90 (c)	6,3	7,9	2,2	2,0
Grécia	7,4	9,6	2,1	2,4
Espanha	20,8	21,1	5,7	5,6
França	10,3	12,0	1,8	2,4
Irlanda	18,1	10,1	-	-
Itália	10,2	12,3	5,2	7,5
Luxemburgo	2,5	2,5	-	-
Holanda (d)	9,9	5,2	1,4	0,8
Áustria	3,8 <sup>(e)</sup>	4,4	1,0 <sup>(e)</sup>	1,1
Portugal	7,0	6,7	2,4	1,8
Finlândia	5,2	14,8	2,6 <sup>(e)</sup>	2,7
Suécia	2,5	10,4	1,0 <sup>(e)</sup>	1,7
Reino Unido	11,0	7,1	3,6	2,3
EUR-15	10,5 <sup>(b)</sup>	10,7	5,6	5,9

(a) Dados nacionais.

(c) Alemanha 90 não inclui os novos *Länder* alemães.

(b) EUR 12.

(d) Disparidade no PIB 1986: não inclui Groningen.

Fonte: Comissão Européia (1999-a), p. 201.

Perante esses dados, Eichengreen (1990-b) chegou à conclusão de que a União Européia não constituía uma AMO. Convém, todavia, adicionar alguns comentários que podem servir de base ao interesse da EU de constituir uma união monetária, mesmo não sendo AMO. Na Austrália e no Canadá, a mobilidade laboral é limitada, contudo existe uma acentuada integração monetária entre essas nações (Comissão Européia, 1997-b).

Na presença do choque permanente da procura, a mobilidade da mão-de-obra constitui uma forma de ajuste apropriada, porém o mesmo já não se verifica perante um choque temporário, pois, uma vez que este seja resolvido, as populações terão de retornar a seus Estados de origem, o que envolve prejuízos inquantificáveis pela análise econômica. Uma das diversas contradições da União Européia reside no fato de alguns de seus dirigentes proporem, a exemplo dos economistas Razin e Yuen (1996), maior flexibilidade do mercado de trabalho europeu e, por outro lado, haver diversos tipos de fundos estruturais<sup>22</sup>, que visam obstar ao desemprego regional em regiões em declínio, tentando assim fixar as populações em suas regiões de origem.

Ante a necessidade de modificação da taxa de câmbio nominal<sup>23</sup>, para fazer face a um choque idiossincrático, se os preços e os salários se ajustarem rapidamente propiciando a alteração da taxa de câmbio real, então não existirão custos<sup>24</sup> associados à perda da flexibilidade da taxa de câmbio nominal (Parrilla, 1996). Porém, de acordo com os trabalhos de Layard, Nickell e Jackman (1991) e de Jimeno e Vinals

---

<sup>22</sup> Entre eles estão os do objetivo 2 (para a reestruturação das zonas em declínio industrial), que aglutinam 11% dos recursos dos fundos; os do objetivo 4 (para o desenvolvimento estrutural das zonas rurais), que absorvem 4%; os do objetivo 6 (para o desenvolvimento estrutural das zonas de densidade populacional reduzida), que são responsáveis por 0,5% dos fundos estruturais.

<sup>23</sup> Por taxa de câmbio real entende-se o índice de preços domésticos em relação ao índice de preços internacionais, convertido em moeda nacional pela taxa de câmbio nominal.

<sup>24</sup> Numa apresentação didática, ter-se-ia em períodos de recessão aumento do desemprego, mas a flexibilidade salarial permitiria a baixa dos salários (e, indiretamente, dos preços). Logo, a competitividade seria restaurada e a recessão cessaria.

(1996), a rigidez dos salários reais é cerca de 70% mais elevada na EU que nos EUA<sup>25</sup>. Segundo Bentolila e Blanchard (1990), a inflexibilidade salarial européia deve-se a três aspectos: explosão salarial dos anos 70 e conseqüente retração da oferta da moeda na década de 80; reestruturação industrial; e efeitos da “histerese”<sup>26</sup>. Bayoumi e Thomas (1994) chegam à conclusão que os preços relativos desempenham papel mais importante no ajuste a desequilíbrios na UE que nos EUA, derivando daí para a Europa maiores dificuldades de ajustamento na presença de choques, quando da formação da moeda única, já que existe uma considerável rigidez real dos salários e preços na UE.

Embora não existam muitas informações empíricas, prevê-se que a maior integração dos mercados de capitais à escala européia possa desempenhar uma função estabilizadora na presença de perturbações assimétricas, a exemplo do que ocorre nos EUA<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Um estudo da OCDE (1989) evidencia a maior rigidez real dos salários da UE tanto no curto como no longo prazo, quando comparados com os dos EUA. Abraham (1994) confirma esses elementos, no entanto, De Grauwe (1993) relaciona a contribuição dos salários reais no ajuste a um choque adverso, no início dos anos 80, na Bélgica e na Holanda. Todavia, e numa análise global, para Blanchard e Muet (1993), à semelhança do que ocorre nos EUA, a flexibilidade salarial na UE tem um papel diminuto na absorção de um choque sobre o emprego. A rigidez salarial na UE, de acordo com Riché e Wyplosz (1993), não é só à baixa, mas também à alta, já que os salários têm uma componente moral e histórica de cada sociedade. Apesar de tudo, autores como Pissarides (1997) entendem que o ajuste na UEM, em face de eventuais desequilíbrios, terá de passar por maior flexibilidade dos preços e dos salários. Porém, também nesse caso existe um contra-senso na UE, pois, no processo atinente à UEM, as taxas de inflação decresceram para patamares muito baixos, impossibilitando assim o uso da ilusão monetária, que surte efeito apenas na presença de altas taxas de inflação, permitindo “enganar” os assalariados com uma elevação do salário nominal inferior ao acréscimo da inflação. Para uma resenha desses e de outros fatores explicativos do desemprego na UE, ver Bean (1994).

<sup>26</sup> Bentolila e Dolado (1994) acrescentam outra explicação: a flexibilização do mercado do trabalho nos anos 80, com a institucionalização do trabalho temporário.

<sup>27</sup> Asdrubali, Sorensen e Yosha (1996) indicam que 62% das perturbações assimétricas em nível estadual nos EUA são absorvidas por esse mecanismo.

**Tabela 3**  
**Média das exportações e importações de mercadorias para dentro da Zona Euro, em % do PIB, em 1998**

---

<b>Bélgica<sup>(a)</sup></b>	39,3
<b>Alemanha</b>	10,2
<b>Espanha</b>	11,5
<b>França</b>	10,9
<b>Irlanda</b>	19,6
<b>Itália</b>	9,2
<b>Luxemburgo</b>	-
<b>Holanda</b>	29,9
<b>Áustria</b>	19,0
<b>Portugal</b>	19,0
<b>Finlândia</b>	9,9
<b>Zona Euro</b>	13,1

---

(a) Dados para Bélgica e Luxemburgo.

Fonte: Comissão Europeia (1999-b), p. 26.

Quanto ao critério do grau de abertura das diferentes economias da zona Euro, umas em relação às outras, o cenário parece encorajador, de acordo com os números da Tabela 3<sup>28</sup>.

Quanto à diversificação das estruturas produtivas, estudos da Comissão Europeia (1990) (1996) e de Vinals (1994) defendem a ideia de que o fato de grande parte do comércio intra-EU ser intra-industrial, com o acentuar da integração europeia permitirá tirar partido das economias de escala e da concorrência imperfeita (diferenciação dos produtos), reforçando assim a especialização intra-industrial<sup>29</sup> e a diversificação da estrutura produtiva na UE, a fim de tornar

---

<sup>28</sup> Discordando de tal opinião, estão Krugman e Obstfeld, para quem “o comércio dentro da Europa não é grande o suficiente para nos dar uma razão convincente para acreditar que a União Europeia em si é uma área monetária ótima”. Krugman e Obstfeld (1999), p. 638.

<sup>29</sup> Fontagné (org.) (1995) demonstra que as trocas intra-industriais entre os Estados da União Europeia são duas vezes superiores à verificada no comércio das nações da UE com outros países não comunitários.

os choques idiossincráticos da procura menos prováveis. Krugman (1991) (1992) (1993)<sup>30</sup>, fundando-se na experiência americana<sup>31</sup>, entende que as economias da escala associadas ao mercado interno implicarão maior concentração populacional nas regiões (nações) mais desenvolvidas por causa da exploração de vantagens comparativas (Neven, 1990), potenciando nas regiões (nações) menos desenvolvidas a especialização interindustrial e fazendo crescer a probabilidade de ocorrer, nestas, um choque assimétrico na procura, uma vez que suas exportações regionais estão mais sujeitas, por exemplo, a modificações nas condições tecnológicas ou nos gostos dos consumidores<sup>32</sup>.

Vinals (1994) duvida que a especialização regional e a especialização nacional sejam a mesma coisa, já que uma região onde se concentre determinada produção pode abarcar vários países<sup>33</sup>. Porém, a componente nacional (políticas econômicas e instituições políticas comuns) ainda é significativa, para a evolução do PIB e dos empregos regionais (Forni e Reichlin, 1997), parecendo ainda exercer maior influência que as “sinergias transfronteiriças”<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> Conforme De Grauwe (1997-a), p. 21, Krugman desenvolve uma idéia inicialmente idealizada por Myrdal (1957) e Kaldor (1966).

<sup>31</sup> Todos nós ouvimos falar em Houston como a capital mundial da energia, em Detroit como a capital da indústria automobilística norte-americana, no Vale do Silício como a pátria da informática e da eletrônica etc. Porém essa realidade não existe na União Européia, pois, segundo Brülhart (1995 e 1996), o fato de algumas indústrias de tecnologia de ponta estarem concentradas geograficamente não demonstra nenhum padrão “centro-periferia” na União Européia.

<sup>32</sup> Na senda de Krugman, outros autores também denotam algumas reticências sobre qual a forma da futura estrutura produtiva na União Européia. Perfilhando dessa opinião, estão, entre outros, Spencer (1991), Pitta e Cunha (1993), Bayoumi e Eichengreen (1996) e Sousa (1996).

<sup>33</sup> Nardin, Goglio e Malgarini (1996) dão como exemplo desses clusters de regiões a concentração da indústria siderúrgica nas fronteiras de França, Bélgica, Luxemburgo e Alemanha. Outro exemplo reporta-se à maior correlação na produção industrial do norte da Itália com as regiões do sul da Alemanha do que com a produção industrial do sul da Itália.

<sup>34</sup> Antonelli (1994) fala nas possíveis externalidades de difusão das tecnologias, de troca de informação e de capital humano e de utilização de redes comuns entre regiões transfronteiriças.

Frankel e Rose (1996), apesar de a abertura de uma economia ao exterior e a similitude dos choques serem endógenas, por causa das naturais alterações das estruturas econômicas em virtude da unificação monetária, concluem em outro estudo (Frankel e Rose, 1997) que a maior integração comercial aumentará a sincronização das flutuações cíclicas e, indiretamente, fomentará a homogeneização das estruturas produtivas (comércio intra-industrial)<sup>35</sup> em vez de sua especialização (comércio interindustrial). Logo, os autores sugerem que os países que integrarem a UEM poderão satisfazer os critérios das AMO *ex post*, ainda que não *ex ante*.

**Tabela 4**  
**Grau de semelhança no comércio externo dos países da UE\***

	Comércio Interindustrial		Comércio intra-industrial Produtos similares		Comércio intra-industrial Produtos diferenciados	
	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)
França	31,6-	6,4	24,1	2,8	44,3	3,6
Alemanha	32,6	-5,4	20,5	1,9	46,9	3,4
Bélgica	34,8	-3,8	23,2	1,6	42,0	2,2
/Luxemburgo						

\* Metodologia utilizada pelo CEPII, na qual o comércio total é decomposto em três categorias: comércio interindustrial, comércio intra-industrial em produtos similares e comércio intra-industrial em produtos diferenciados. O total do comércio intra-ramo corresponde à agregação destas duas últimas categorias, cuja distinção se baseia na diferença de preço de um dado tipo de produto na exportação e na importação.

Fonte: Marques (1998), p. 45.

<sup>35</sup> Fatás (1997), num estudo sobre a análise entre quatro países europeus (Alemanha, Itália, França e Reino Unido), confirmou o aumento da diversificação das estruturas produtivas em nível nacional.



**Grau de semelhança no comércio externo dos países da UE\***

	Comércio Interindustrial		Comércio intra-industrial Produtos similares		Comércio intra-industrial Produtos diferenciados	
	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)	Peso relativo 1994 (%)	Varição 1987/ 94 (%)
Reino Unido	35,6	-7,0	16,5	-1,9	47,9	8,9
Holanda	39,3	-4,8	18,9	-0,3	41,9	5,1
Espanha	45,9	-12,0	18,9	8,7	35,2	3,3
Itália	46,9	-2,8	16,2	5,8	36,9	-3,1
Irlanda	57,7	2,2	7,9	-0,9	34,4	-1,3
Dinamarca	60,0	1,1	8,1	-1,1	31,9	-0,0
Portugal	68,6	-8,6	7,5	3,9	23,9	4,8
Grécia	86,0	-0,2	3,7	0,8	10,3	-0,6
EU 12	36,5	-5,1	19,2	2,0	42,3	3,1

\* Metodologia utilizada pelo CEPII, na qual o comércio total é decomposto em três categorias: comércio interindustrial, comércio intra-industrial em produtos similares e comércio intra-industrial em produtos diferenciados. O total do comércio intra-ramo corresponde à agregação destas duas últimas categorias, cuja distinção se baseia na diferença de preço de um dado tipo de produto na exportação e na importação.

Fonte: Marques (1998), p. 45.

A Tabela 4, com dados até 1994, de forma tímida parece dar razão à visão do maior comércio intra-industrial na União Européia. Contudo, parece-nos que ainda é muito cedo para retirar conclusões sobre esse tema.

**3. Custos e benefícios da União Econômica e Monetária da União Européia**

De acordo com a literatura econômica, os custos associados à UEM são de índole macroeconômica, enquanto os benefícios estão situados, principalmente, no nível microeconômico. Nesta seção procuraremos, na medida do possível<sup>36</sup>, confrontar as perdas com os ganhos da UEM.

A introdução da moeda única<sup>37</sup>, ao contrário da fixação irrevogável da taxa de câmbio<sup>38</sup>, possibilitaria a eliminação dos custos de transação, o que, segundo previsão da Comissão Européia (1990), implicaria melhora de 0,25% a 0,5% do PIB da UE<sup>39</sup>. O euro acarretará, ainda, o desaparecimento dos custos de incerteza cambial<sup>40</sup> em relação aos das atuais

---

<sup>36</sup> O objetivo, não será uma comparação quantificável, pois, como já referimos, um considerável número de custos e benefícios não são quantificáveis, e os que reúnem essa característica, devido à diferenciação de variáveis macroeconômicas na análise, não são comparáveis.

<sup>37</sup> Para Gros (1989), as diversas formas alternativas de união monetária envolvem diferentes graus de integração monetária. Uma zona de moeda única simboliza, indubitavelmente, uma integração monetária perfeita.

<sup>38</sup> Com a simples fixação irreversível das taxas de câmbio, os agentes econômicos, ao cambiar umas moedas em outras, continuarão a suportar custos de transação. Para além disso, persistem dúvidas acerca da irrevogabilidade cambial, preferindo. Por isso os agentes econômicos preferem conservar sua moeda, não sendo perfeitas as moedas substituídas. Com a eliminação dos custos de transação, a discriminação dos preços entre os Estados-membros tende a cessar. Segundo Boyd, Gielens e Gros (1990), essa destrinça de preços deve-se à segmentação dos mercados em razão dos altos custos de transação para cambiar moeda, das diferentes tributações dos mesmos bens, das regulamentações administrativas etc. De Grauwe (1994) apresenta evidência empírica da não redução de custos de transação, com a fixação irrevogável da taxa de câmbio.

<sup>39</sup> Representando, segundo Porto (1996), p. 111, um lucro de 0,9% a 1% para as pequenas economias, onde predominam pequenas e médias empresas que têm maior sensibilidade aos custos de incerteza e à falta de transparência. As maiores economias terão ganho de apenas 0,1% do PIB comunitário. Para ilustrar a importância desse benefício, Bean (1992) mostrou num artigo que um cidadão, ao dar uma volta por toda a UE, trocando o dinheiro de país para país sem comprar nada, chegará ao fim da viagem com menos da metade do valor com que havia saído.

<sup>40</sup> Serão por isso eliminados os custos de transparência dos preços, de informação e de cálculo das cotações cambiais e, por fim, da detenção de diversas moedas nacionais para pagamentos correntes.

moedas nacionais. A incerteza sobre a evolução futura das taxas de câmbio gera decréscimo potencial de bem-estar às empresas, avessas ao risco (Dammers, 1998)<sup>41</sup>. Contudo, existem dúvidas que levam, por exemplo, Levitt (1992) a observar que a instabilidade cambial pode trazer maiores ganhos às empresas em virtude do aumento da produção, visando a exportação (no caso de a moeda nacional se desvalorizar). Não existe consenso quanto às implicações da volatilidade cambial no mecanismo de preços. Para alguns, a estabilidade cambial permite melhor informação sobre os preços, reduzindo a taxa de juro real e o prêmio de risco. Porém, outros autores<sup>42</sup> acham que isso provoca a diminuição de eventuais lucros, levando à redução do investimento feito pelas empresas e, conseqüentemente, a uma atividade econômica menor.

Alicerçada no modelo de crescimento neoclássico de Baldwin (1989), a Comissão Européia (1990), entusiasticamente, afirmou que a moeda única levaria à elevação do crescimento econômico, do investimento<sup>43</sup> e do comércio intracomunitário<sup>44</sup>. Mas na verdade as análises empíricas e econométricas têm revelado uma relação de causalidade muito pequena entre o cessar da instabilidade cambial e a subida dessas três variáveis<sup>45</sup>. O desenvolvimento dos mercados financeiros redu-

---

<sup>41</sup> Majoritariamente, as empresas da UE são de pequena dimensão, não estando por isso em condições de arriscar possíveis melhores negócios, sob pena de, em caso de insucesso, ir à falência.

<sup>42</sup> Estão em jogo as questões do “risco moral” e da “seleção adversa”. Ao crescer a incerteza cambial, as entidades emprestadoras, precavendo-se do aumento das taxas de juros, aumentam o prêmio de risco e aplicam “plafonds de crédito”. Ou seja, quanto maior a taxa de juro real, maior o problema do risco moral e, por causa disso, a empresa seleciona os projetos de investimento mais elevados, logo, mais arriscados – daí falar-se em seleção adversa. Existe uma vasta literatura sobre esse tema, mas o trabalho seminal deve-se a Stiglitz e Weiss (1981).

<sup>43</sup> Morsink e Molle (1991), numa análise econométrica, sustentam a idéia de que a instabilidade cambial exerce efeito nefasto sobre o investimento entre os Estados-membros da UE.

<sup>44</sup> Eichengreen (1990-b), Begg (1991), Goodhart (1991), Brociner e Levine (1992), entre outros, afirmaram que a UEM aumentaria substancialmente o comércio entre os países da UE.

<sup>45</sup> De Grauwe (1997-a), p. 63-64, apresenta dados que mostram que os países que não pertenciam ao SME observaram taxas de crescimento do PIB e do

ziu os custos de cobertura do risco cambial, provocando baixa sensibilidade do comércio intra- EU à volatilidade cambial (Sapir, Sekkat e Weber, 1994)<sup>46</sup>.

A partir dos choques da oferta dos anos 70, como já vimos, a relação inflação-desemprego perdeu um pouco de sua influência no longo prazo. Para os monetaristas, os Estados, ao aderir à UEM, não terão problemas dada a ineficácia da política monetária sobre as variáveis reais no longo prazo. Uma desvalorização aumenta o preço das importações, o que leva à subida dos custos de produção e do preço dos bens de consumo, originando elevação dos salários e de todos os preços da economia (incluindo os dos produtos exportáveis) e anulando, assim, o efeito da desvalorização no longo prazo. Logo, as variações da taxa de câmbio nominal só têm efeitos na taxa de câmbio real (e na competitividade), dada a rigidez dos preços e salários no curto<sup>47</sup> prazo<sup>48</sup>. Pelo menos no curto termo a taxa de câmbio seria um instrumento útil aos países que, na transição para a moeda única, tiveram de enfrentar enormes perdas de emprego e produção para cumprir os critérios de Maastricht. Portanto, o principal custo da UEM é, quanto a nós, a perda da utilização da taxa de câmbio<sup>49</sup> por parte dos países<sup>50</sup>.

---

investimento superiores às nações que faziam parte do SME (que apresentavam maior estabilidade cambial). Por isso De Grauwe (1987 e 1988), apesar de reconhecer a influência positiva do SME sobre a produção e o investimento dos Estados-membros, entende que ela não foi decisiva.

<sup>46</sup> Contudo Frankel e Wei (1993) estimam que o acréscimo da instabilidade cambial no SME, após 1992, reduziu o comércio mundial em cerca de 0,25%.

<sup>47</sup> No longo prazo, a taxa de câmbio real depende de fatores estruturais da economia (tecnologia, padrões de consumo etc.), da despesa, da renda etc.

<sup>48</sup> Canzoneri, Vallés e Vinals (1996), num estudo para o período 1970-85, mostraram a ínfima influência estabilizadora da taxa de câmbio nominal na presença de choques idiossincráticos. Na opinião deles, o abdicar do instrumento cambial não constitui grande custo para a UE.

<sup>49</sup> De La Dehesa (1994) critica a incongruência da Comissão Europeia, pois esta, em seu relatório de 1990, exalta a ineficácia da taxa de câmbio. No entanto, em 1993, a Comissão Europeia (1993) reconhece a validade da taxa de câmbio nominal como instrumento estabilizador da atividade econômica.

<sup>50</sup> De Grauwe (1997-a), p. 42-43, dá como exemplo as bem-sucedidas desvalorizações belga, francesa e dinamarquesa no início da década de 80. Para uma visão imparcial dos custos da UEM, ver Rehman (1997).

A literatura sobre consistência temporal alerta para o fato de os Estados não poderem utilizar freqüentemente a desvalorização para corrigir uma externalidade negativa ocorrida na economia. A inflação, ao contrário do que supunha Mundell, não é um instrumento flexível, pois deixa memória e produz efeitos nas expectativas futuras dos agentes econômicos. Portanto, essa “corrente monetarista” acusa os políticos de só se preocupar com os proveitos de curto prazo (menos desemprego), em detrimento de maiores inflações no futuro.

Na União Européia, os diversos mercados de trabalho encerram enormes diferenças institucionais<sup>51</sup>. Um estudo de Bruno e Sachs (1985) chegou à conclusão que um choque da oferta pode ter efeitos macroeconômicos diferentes, consoante o grau de centralização da negociação salarial predominante no país. Em Estados com elevada centralização, os sindicatos, mais bem informados, percebem que uma grande subida dos salários nominais elevaria a inflação enquanto os salários reais permaneceriam constantes. Nos países com enorme descentralização, os sindicatos, não cooperativos, exigiriam substanciais acréscimos dos salários nominais, não se preocupando com a preservação futura do emprego<sup>52</sup>.

Calmfors e Driffill (1988) discordam desse enfoque, pois, diante de um choque assimétrico da oferta, os sindicatos descentralizados (no nível empresarial) têm enorme influência sobre a competitividade da empresa, logo moderam nas reivindicações salariais, visando manter seus postos de trabalho<sup>53</sup>. Os autores concluem que os países com negociações salariais altamente centralizadas ou descentralizadas encontram-se em melhores condições para enfrentar um choque da oferta. Não se espera que a UEM possa homogeneizar a estrutura sindical da UE, já que continuarão a ocorrer diferenças salariais. Mas

---

<sup>51</sup> Para uma análise exaustiva do tipo de negociação salarial adotado em cada Estado-membro, ver Britton e Mayes (1992), p. 92-114.

<sup>52</sup> Segundo os autores, num ambiente não cooperativo, os líderes sindicais, tentando defender os interesses de seus afiliados, não avançariam com menores exigências salariais, receando que os demais representantes sindicais não seguissem seu exemplo.

<sup>53</sup> De Grauwe (1990), recorrendo a uma análise econométrica, chega às mesmas conclusões.

mesmo que assim não fosse, as consideráveis disparidades de produtividade não concorrerem para uma igualização salarial na UE.

Outro dos temores da UEM deve-se ao fato de nela participarem nações com diferenças de taxas de crescimento do PIB<sup>54</sup>. Por isso países com maior produção irão importar mais<sup>55</sup> e, como a taxa de câmbio deixou de estar disponível, terão de deflacionar, limitando as possibilidades de crescimento. Mas, segundo Krugman (1989), a análise tradicional das AMO ignora as elasticidades-renda das exportações. Para esse autor, são normalmente os Estados cuja economia cresce mais que detêm elasticidades-renda das exportações superiores, pois desenvolvem mais eficazmente novos produtos ou aperfeiçoam os já existentes, assim como, provavelmente, possuem uma produtividade do capital superior, conseguindo financiar possíveis déficits da balança de pagamentos, sem desvalorizar. Resumindo, como os países de maior crescimento apresentam uma elasticidade-renda das exportações superior à elasticidade-renda das importações, não necessitam desvalorizar para continuar a crescer, mantendo equilibradas suas contas externas.

Com a moeda única, os Estados-membros não mais precisarão deter avultadas reservas cambiais para a manutenção de sua estabilidade cambial. É usual alegar que essas verbas terão aplicações mais rentáveis. Contudo, convém lembrar que as reservas dos bancos centrais estão aplicadas e não existe, para já, nenhum estudo que demonstre que as aplicações desses valores, agora efetuadas no seio da UEM, possibilitam maiores lucros.

Quando num país a taxa de juro da dívida pública excede a de crescimento do PIB, existem duas formas de travar o aumento explosi-

---

<sup>54</sup> Dada a diferenciação e o peso díspares das diferentes economias da UE, é difícil deduzir quando as diferenças do PIB são significativas. Mas de acordo com a Comissão Europeia (1999-c), p. 288-289, a média anual de crescimento do PIB no período 1991-2000, à exceção da Irlanda (6,5%) e de Luxemburgo (5,3%) – as menores economias da Zona Euro –, para os países da UE apresentou valores semelhantes, tendo a Holanda (2,7%) o valor mais alto e a Itália (1,4%) o mais baixo.

<sup>55</sup> Por simplificação da análise, tal como De Grauwe (1997-a), p. 17, consideramos que todos os países têm elasticidades-renda das importações igual a 1, embora tenhamos a consciência da pouca aplicabilidade desse conceito no mundo real.

vo do rácio dívida pública/ PIB: ou promovendo um superavit no orçamento primário (gastos públicos – impostos), retraindo os gastos e/ou aumentando os impostos, ou financiando a dívida pela emissão de nova moeda (receita de senhoriagem). De acordo com Fisher (1982)<sup>56</sup>, o Estado deve utilizar a forma com custos marginais, inerentes à sua mobilização, menores. Ao baixar a inflação e aumentar determinado tipo de imposto distorcionário, o país anula o eventual ganho<sup>57</sup> de eficiência que a diminuição de inflação permite (Giavazzi, 1989).

Alguns autores defendem a idéia de que as receitas de senhoriagem constituem um mecanismo de tributação ótima<sup>58</sup>. Na UEM, os Estados-membros deixam de poder financiar sua dívida pública com a emissão de nova moeda. Normalmente os Estados-membros mais pobres apresentam sistemas fiscais rudimentares, logo preferem fazer uso das receitas de senhoriagem para solucionar seus problemas. Contudo, no processo de transição, para cumprir os critérios de convergência, os Estados tiveram de baixar a inflação e, dessa forma, as receitas de senhoriagem, como provam os números da Tabela 5.

**Tabela 5**  
**Receitas de senhoriagem como porcentagem do PIB, em 1994**

Bélgica	0,60
Reino Unido	0,30
Dinamarca	0,32

*Fonte:* Bank for International Settlements, citado por Harrison e Healey (1997), p. 141.

Receitas de senhoriagem como porcentagem do PIB, em 1994

<sup>56</sup> Ver também Drazen (1989) e Grilli (1989).

<sup>57</sup> Para um a crítica feroz aos custos da inflação, ver Lucas (1994).

<sup>58</sup> Entre eles está Minford (1997). Numa análise comparativa, Rebelo (1994) vislumbra vantagens do “imposto inflacionário” em relação aos impostos: permite englobar atividades ilegais, as quais os impostos não tributam, e obter receitas de senhoriagem internacional, derivadas de detentores estrangeiros das moedas nacionais. Canzoneri e Rogers (1990), numa abordagem macroeconômica neoclássica, afirmam que as receitas de senhoriagem podem constituir um critério para a definição de uma AMO. Logo, para aderir a uma AMO, os Estados tinham de possuir os mesmos níveis de senhoriagem.

---

França	0,40
Alemanha	0,57
Grécia	1,37
Itália	0,74
Irlanda	0,47
Luxemburgo	0,16
Holanda	0,60
Portugal	1,63
Espanha	1,07

---

Fonte: Bank for International Settlements, citado por Harrison e Healey (1997), p. 141.

Na UEM, os países deixam de ter receitas de senhoriagem nacionais. Para Masson e Taylor (1993), eles ganharão com isso, pois as receitas de senhoriagem anteriormente obtidas não visavam a otimização do sistema fiscal, derivando, na verdade, de certa indisciplina fiscal e de política econômica. Essa é uma questão de filosofia de atuação de política econômica que será sempre polêmica.

Com a moeda única, a União Européia passará a desempenhar um papel mais importante no sistema monetário internacional<sup>59</sup> e, porventura, usufruirá de relevantes ganhos de senhoriagem internacional. Com visão diferente, e na esteira de considerar antes o papel estabilizador que poderia ser desempenhado por uma potência hegemônica, está Kindleberger (1973).

Por fim, interessa abordar a questão política que envolveu a formação da UEM, fazendo desta, eventualmente, uma rampa de lançamento para a formação de uma união política na União Européia<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> Na Europa, ainda hoje, soam os ecos da frase de um antigo secretário de Estado do Tesouro norte-americano, John Connaly, a um dirigente europeu: “Le dollar c’est notre monnaie, mais c’est votre problème”. Silguy (1996), p. 204.

<sup>60</sup> Para Krugman, “economic efficiency is not everything. A unified currency is almost surely a necessary adjustment of European political unification, and that is a more important goal than the loss of some flexibility in adjustment”. Krugman (1990), p. 63. Corroboram dessa análise, entre outros, Cavaco Silva



#### **4. Os choques assimétricos na União Européia**

Como já vimos, segundo a teoria das AMO, a importância da taxa de câmbio como mecanismo de ajustamento depende da eficácia da taxa de câmbio como variável de ajustamento, da existência de meios alternativos de ajuste (mobilidade dos fatores de produção, flexibilidade de preços e salários, forma de condução da política fiscal) e da natureza e intensidade dos choques assimétricos (Kenen, 1995).

Os ciclos econômicos equivalem a desvios de uma variável de sua trajetória de crescimento tendencial (Lucas, 1987). A variável habitualmente utilizada na avaliação dos ciclos econômicos é o produto real. Os desvios do produto em face de sua trajetória referencial podem derivar de choques exógenos, choques decorrentes de políticas econômicas praticadas e ajustamento da economia perante aqueles choques (Pinto Barbosa (org.), 1999). Por isso duas economias podem sofrer perturbações simétricas<sup>61</sup> e apresentar ciclos econômicos não sincronizados<sup>62</sup>.

Os choques globais afetam todos os países e sectores de determinada área<sup>63</sup>. Os nacionais incidem sobre todos os setores de um dado país, sendo então idiossincráticos. O choque setorial afeta um dado

---

(1991), Dattani (1996), Goodhart (1996), Pitta e Cunha (1996), Delors (1997), Seixas da Costa (1997) e Sutherland (1997).

<sup>61</sup> Os choques são simétricos quando seus efeitos sobre os países da zona monetária são idênticos. Aqui, os Estados, para restaurar o equilíbrio, executarão políticas econômicas comuns, não sendo preciso o instrumento da taxa de câmbio nacional. Os choques são assimétricos quando afetam de forma diferente as várias nações da área monetária. Portanto, nesse caso, as respostas por parte dos Estados terão de ser diferentes. Segundo Frenkel e Goldstein (1991), a forma menos custosa de reequilibrar a economia é recorrer à taxa de câmbio utilizada nacionalmente.

<sup>62</sup> Um choque simétrico entre vários países pode processar-se de forma similar quando os ciclos econômicos estão sincronizados, ou pode ocorrer de forma divergente quando os ciclos econômicos não estão sincronizados. Os choques assimétricos, que, em teoria, levam a divergências conjunturais, não são incompatíveis com um ciclo econômico sincronizado se os mecanismos de ajustamento conseguirem eliminar a assimetria.

<sup>63</sup> Logo, são simétricos, tornando inútil a utilização da taxa de câmbio nacional.

setor em todas as nações de uma área monetária<sup>64</sup>. Os choques no setor real da economia necessitam de ajuste de preços relativos, revelando-se útil o auxílio à taxa de câmbio. Perante um choque monetário, na presença de câmbios irrevogavelmente fixos, é assegurada a igualdade das taxas de juros nacionais que isolam a economia, não se verificando efeitos sobre os preços nem grandezas reais (Buitter, 1995)<sup>65</sup>. Para terminar, enquanto os choques permanentes exigem o ajustamento estrutural da economia, os temporários necessitam da política monetária e cambial para estabilizar a economia. Sintetizando, pode afirmar-se que a taxa de câmbio é um possível instrumento de ajuste diante de choques econômicos, quando estes forem ao mesmo tempo nacionais, reais e temporários.

Na observação e interpretação dos choques assimétricos passados, para deduzir o comportamento futuro da Zona Euro, não se pode esquecer da crítica de Lucas (1976). Para esse economista, na presença de uma mudança de regime econômico (como parece o caso da UEM), as reações futuras dos agentes econômicos (racionais) podem divergir do sugerido pela observação de seu comportamento passado. As análises econométricas e estatísticas sobre o passado, em caso de mudança de regime econômico, não servirão para obter uma previsão rigorosa da evolução futura. A Comissão Europeia (1997-a) entende que a unificação monetária diminuirá a variabilidade da taxa de câmbio real na UEM. A execução de política monetária e cambial única e o reforço da coordenação das políticas econômicas reduzirão a ocorrência de choques idiossincráticos da procura, induzidos por decisões de política econômica.

O grande problema, na avaliação da dimensão quantitativa dos choques assimétricos, deriva da inexistência de critérios teóricos que permitam identificar a amplitude dos choques.

---

<sup>64</sup> As alterações na taxa de câmbio repercutem em todos os setores da economia. Portanto, só perante um choque nacional é que um país deve fazer uso da taxa de câmbio.

<sup>65</sup> Essa conclusão pode ser encontrada num artigo de Marston (1984), em que o autor estuda o impacto de choques reais e monetários no que se refere à escolha entre taxas de câmbio flexíveis e taxas de câmbio fixas. Essa análise, de forma indireta, também pode ser encontrada em Buitter e Marston (1985).

Os primeiros trabalhos que visaram averiguar a amplitude dos choques assimétricos centraram-se no cálculo da variabilidade das taxas de câmbio reais (preços relativos)<sup>66</sup>

Poloz (1990) constatou maior modificação das taxas de câmbio reais nacionais no Canadá, quando comparadas com as da Europa. Por isso defende a existência de uma união monetária na UE. Eichengreen (1990-c) critica o estudo do Poloz, pois o Canadá patenteia uma enorme especialização industrial. O autor não considera a UE uma AMO, já que apresenta maior mutação média das taxas de câmbio reais nacionais do que as existentes nas regiões dos EUA. De Grauwe e Vanhaverbeke (1991) constatam que as variações das

taxas de câmbio reais têm importante papel no ajustamento regional, na União Européia. Von Hagen e Neumann (1994), utilizando como padrão a variância da taxa de câmbio real da Alemanha, concluíram que a UEM, inicialmente, deveria ser constituída pelos países que apresentassem níveis econômicos correlacionados. Essa é a idéia da “Europa a duas velocidades”, a que voltaremos. Para Von Hagen e Neumann, Áustria, Bélgica, França, Luxemburgo e Holanda apresentavam indicadores semelhantes aos da Alemanha, logo estavam em condições de fazer parte da UEM. Os outros Estados não reuniam os requisitos necessários.

---

<sup>66</sup> Poloz (1990) constatou maior modificação das taxas de câmbio reais nacionais no Canadá, quando comparadas com as da Europa. Por isso defende a existência de uma união monetária na UE. Eichengreen (1990-c) critica o estudo do Poloz, pois o Canadá patenteia uma enorme especialização industrial. O autor não considera a UE uma AMO, já que apresenta maior mutação média das taxas de câmbio reais nacionais do que as existentes nas regiões dos EUA. De Grauwe e Vanhaverbeke (1991) constatam que as variações das taxas de câmbio reais têm importante papel no ajustamento regional, na União Européia. Von Hagen e Neumann (1994), utilizando como padrão a variância da taxa de câmbio real da Alemanha, concluíram que a UEM, inicialmente, deveria ser constituída pelos países que apresentassem níveis econômicos correlacionados. Essa é a idéia da “Europa a duas velocidades”, a que voltaremos. Para Von Hagen e Neumann, Áustria, Bélgica, França, Luxemburgo e Holanda apresentavam indicadores semelhantes aos da Alemanha, logo estavam em condições de fazer parte da UEM. Os outros Estados não reuniam os requisitos necessários.

Outros artigos, para analisar as fontes dos choques econômicos, partem de séries temporais do PIB real, dos salários reais e dos níveis de preços<sup>67</sup>. Todos esses estudos padecem de imperfeição, já que as flutuações observadas e mensuradas não diferenciam os “choques estruturais” das respostas de política econômica a esses choques (Bayoumi, Eichengreen, Von Hagen, 1997)<sup>68</sup>.

Com o objetivo de eliminar essa limitação e tentar distinguir entre “choques estruturais” e “respostas” da economia a eles, bem como identificá-los e quantificá-los, Blanchard e Quah (1989) recorreram aos vetores auto-regressivos (VAR) estruturais<sup>69</sup>. Diversos trabalhos, com conclusões divergentes, seguiram essa metodologia. Em seguida descreveremos alguns deles.

---

<sup>67</sup> Cohen e Wyplosz (1989) utilizam essa metodologia para comparar a Alemanha com a França e constatam que os choques são basicamente simétricos e tendem a ser principalmente permanentes. Portanto, defendem a idéia de que os dois países devem formar uma união monetária. Weber (1991), numa análise para diversos países da UE e no caso de criarem a UEM, refere-se à imperiosidade da manutenção da autonomia orçamental das nações pertencentes à UEM.

<sup>68</sup> Por exemplo, se duas economias sofrem um choque temporário simétrico, mas se uma delas for mais rápida a responder, sua produção deve regressar primeiro ao nível de equilíbrio. Portanto, nesse caso, apesar de a correlação dos choques ser acentuada, a correlação entre os movimentos do PIB é reduzida.

<sup>69</sup> Os autores aperfeiçoaram o trabalho de Beveridge e Nelson (1981), no qual é utilizada uma representação univariada do produto. Blanchard e Quah usam um VAR bivariado que possibilita a decomposição do produto real e do desemprego e o exame dos choques ocorridos nos EUA. Os autores interpretam as flutuações do PNB e do desemprego como sendo originadas por dois tipos de perturbação não correlacionados. As perturbações com efeitos permanentes no produto são consideradas choques na oferta. As perturbações com efeitos transitórios no produto são consideradas choques na procura. Essas restrições de identificação tornam o modelo num modelo macroeconômico neoclássico, não gerando, por isso, consenso entre os economistas. Para Minford (1993), a distinção entre choques permanentes e temporários sobre o produto não é igual à diferença entre choques da procura e da oferta. Contudo, a utilização dos VARs estruturais na aferição de choques assimétricos na UE ainda parece a melhor abordagem existente.

Bayoumi (1992)<sup>70</sup> procede a uma análise comparativa dos efeitos de participação no MTC. A presença no MTC acarretou poucos efeitos na natureza dos choques, mas as respostas dos Estados-membros tornaram-se similares e mais demoradas.

Bayoumi e Eichengreen (1992)<sup>71</sup> concluíram que os choques da oferta e da procura apresentam-se mais correlacionados nos EUA que na UE. Nos dois, é possível distinguir um “core” e uma “periferia”<sup>72</sup>, e os choques que afetam a oferta do “core” europeu são menores e mais correlacionados que aqueles que atingem a “periferia” européia. Nas perturbações na procura, passa-se o mesmo, embora em menor grau. A rapidez de ajustamento diante dos choques, apesar da inexistência do instrumento cambial, é superior nos EUA por causa da maior mobilidade dos fatores de produção.

Para Baxter e Stockman (1989) e Bayoumi e Prasad (1995), na União Européia os choques setoriais específicos são mais importantes que os nacionais, pelo que a utilização da taxa de câmbio nominal seria ineficaz<sup>73</sup>.

---

<sup>70</sup> Foram utilizados VARs bivariados, com dados trimestrais do período 1971(2)-1990(1) para os sete países mais industrializados do mundo.

<sup>71</sup> Os autores, na estimação, fazem uso do VAR bivariado com dois lags nas primeiras diferenças dos logaritmos do produto real e do deflator do produto. São analisados: oito regiões dos EUA (o período de estimação foi 1966-86), onze países da UE e outros onze países da OCDE (para esses 22 países, o período de estimação foi 1963-88).

<sup>72</sup> Os países do “core” da UE seriam Alemanha, Bélgica, Dinamarca, França e Holanda, enquanto Portugal, Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Reino Unido fariam parte da “periferia” da UE. Os autores dão a entender a necessidade de uma “Europa a duas velocidades”.

<sup>73</sup> Dos anos 50 à década de 80, existia maior convergência (medida pela dispersão dos PIB reais per capita entre regiões). Mas a partir dos anos 80 as assimetrias regionais aumentaram na UE, levando à conclusão de que a ocorrência de choques assimétricos na EU ainda é possível. Sobre as divergências de crescimentos regionais na UE, ver, entre outros, Barro e Sala-i-Martin (1991), Lamo (1993), Canova e Marcet (1995), Fagerberger e Verspagen (1995), Forni e Reichlin (1997), Beine, Docquier e Hecq (1998) e Fuss (1998).

Bayoumi e Eichengreen (1996)<sup>74</sup> afirmam que a reunificação alemã foi um choque assimétrico que apenas afetou a Alemanha, mantendo-se, no entanto, a visão de uma “Europa a duas velocidades”<sup>75</sup>.

Chamie, Serres e Lalonde (1994)<sup>76</sup> constatam que os países da UE, quando comparados com as regiões dos EUA, são atingidos por choques muito mais assimétricos<sup>77</sup>.

Boone (1997) acusa os trabalhos precedentes de utilizar medidas de assimetria essencialmente estáticas. A autora utiliza uma sofisticada técnica econométrica, o que lhe permite analisar os efeitos dinâmicos, nas assimetrias entre Estados, que decorrem das alterações estruturais<sup>78</sup>. Uma das principais conclusões é a maior sincronização dos ciclos econômicos das nações do sul com os Estados do núcleo central da UE.

---

<sup>74</sup> Em relação ao trabalho de 1992, os autores estendem a análise até 1994. A amostra vai de 1963 a 1994, sendo estudados todos os países da UE. (exceto Luxemburgo, Suíça e Noruega).

<sup>75</sup> A Alemanha apenas manteve correlações muito grandes com Bélgica e Dinamarca, mas as correlações com os outros países do core (Áustria, França, Holanda e Suíça) mantiveram-se elevadas. Continuava a existir um core e uma periferia, daí a idéia de uma “Europa a duas velocidades”, “Europe à la carte” ou “geometria variável”, defendida por, entre outros, Dornbusch (1991), Alesina e Grilli (1993).

<sup>76</sup> A investigação vai de 1970 a 1990. São considerados treze países europeus e nove regiões dos EUA.

<sup>77</sup> Para os autores, apenas dois países (Alemanha e Suíça) têm correlações semelhantes de perturbações da procura e da oferta. Um segundo grupo intermediário seria composto por Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grã-Bretanha e Holanda. Grécia, Itália, Noruega, Suécia e Portugal fariam parte da periferia.

<sup>78</sup> Dividindo-se os dados em três subperíodos – 1974-79, 1980-90 e 1991-94 –, é possível encontrar, quanto a choque da oferta, um grupo core cuja convergência com a Alemanha já é significativa no último período. Desse core fazem parte Áustria, Bélgica, Holanda e França. No entanto, Portugal, Espanha e Itália, em 1994, revelam uma similitude em relação à Alemanha, igual à dos outros core. Por seu lado, os países escandinavos, em 1994, revelam menor convergência que os “países do sul”. Quanto aos choques da procura, a divergência cresceu em relação à Alemanha, a partir da reunificação alemã, exceto para a Áustria.

Vaz (1998), alongando a análise até 1997, verificou que a situação da “Europa a duas velocidades” (centro/periferia) iniciou-se nos anos 60 e terminou no começo dos anos 90. Atualmente temos uma Europa a várias velocidades, onde se observam três grupos: o “centro” (Alemanha, Áustria, Bélgica, França e Holanda), os “periféricos do norte” (Dinamarca, Finlândia, Suécia, Reino Unido e Irlanda) e os “periféricos do sul” (Portugal, Espanha, Grécia e Itália).

Artis e Zhang (1995) comprovam que os ciclos econômicos dos países do sul da Europa estão mais sincronizados com os do núcleo. Para Christodoulakis, Dimelis e Kollintzas (1995), as diferenças ainda subsistentes devem-se a questões institucionais no mercado de trabalho. Rubin e Thygesen (1996) não encontram um padrão diferenciado dos choques entre a periferia e o núcleo das nações da UE. Funke, Stall e Ruhwedel (1997) defendem a existência de uma correlação positiva e crescente da evolução do produto real entre o sul da Europa e o núcleo da UE. Para De Grauwe (1997-b), a maior sincronização do ciclo conjuntural do PIB e do emprego, entre os Estados da periferia e os do centro, leva-o a afirmar que não faz mais sentido falar em centro e periferia na União Européia.

Embora concordando com a visão de De Grauwe, não podemos deixar de constatar, na União Européia, ainda uma considerável assimetria no nível dos choques. Depois, não se pode esquecer o preocupante aumento da divergência de desenvolvimento regional na União Européia.

Não deixa de ser verdade, como referem Bayoumi e Eichengreen (1997), que a diminuição de diferenças no comportamento macroeconômico dos países, no decorrer da UEM, contribuirá para uma significativa simetria de choques entre os membros da Zona Euro.

## **Referências bibliográficas**

- ABRAHAM, F. Regional adjustment and wage flexibility in the EC. In: CEPR (org.). **The location of economic activity: new theories and evidence.** Londres: [s.n.], 1994.
- ALESINA, A.; GRILLI, V. The European Central Bank: reshaping monetary politics in Europe. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 563, 1991.

- ANTONELLI, C. Technological districts localized spillovers and productivity growth. The Italian evidence on technological externalities in core regions. **International Review of Applied Economics**, 8, p. 18-30, 1994.
- ARTIS, M.; ZHANG, W. International business cycles and the ERM: is there a European business cycle? **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1191, 1995.
- ASDRUBALI, P.; SORENSEN, B; YOSHA, O. Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990. **Quarterly Journal of Economics**, n. 111, p. 1081-1110, 1996.
- BALDWIN, R. On the growth effects of 1992. **Economic Policy**, n. 11, 1989.
- BARBOSA, A. P. **O impacto do euro na economia portuguesa**. Lisboa: Dom Quixote, 1999.
- BARRO, R.; SALA-I-MARTIN, X. Economic growth and convergence across the United States. **NBER Working Paper**, n. 3419, 1990.
- \_\_\_\_\_. Convergence across states and regions. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, p. 107-182, 1991.
- BAXTER, M.; STOCKMAN, A. Business cycles and the exchange-rate regime – some international evidence. **Journal of Monetary Economics**, v. 23, n. 3, p. 377-400, 1989.
- BAYOUMI, T. The effect of the ERM on participating economies. **IMF Staff Papers**, v. 39, n. 2, p. 330-356, 1992.
- BAYOUMI, T.; EICHENGREEN, B. Shocking aspects of EMU. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 643, 1992.
- \_\_\_\_\_. Operationalizing the theory of optimum currency areas. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1484, 1996.
- \_\_\_\_\_. Ever closer to heaven? An optimum currency area index for European countries. **European Economic Review**, 41, 1997.
- BAYOUMI, T.; PRASAD, E. Currency unions, economic fluctuations and adjustment: some empirical evidence. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1172, 1995.
- BAYOUMI, T.; THOMAS, A. Relative prices and economic adjustment in the US and EU: a real story about European monetary union. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 988, 1994.
- BAYOUMI, T.; EICHENGREEN, B.; VON HAGEN, J. European monetary unification: implications of research for policy, implications of policy for research. **Open Economies Reviews**, v. 8, p. 71-91, 1997.
- BEAN, C. Economic and Monetary Union in Europe. **Journal of Economic Perspectives**, 6, p. 31-52, 1992.



- \_\_\_\_\_. The European unemployment: a survey. **Journal of Economic Literature**, 32, n. 2, p. 573-619, 1994.
- BEGG, D. European monetary union – the macro issues. In: CEPR (org.). **The making of monetary union**. Londres: [s.n.], 1991.
- BEINE, M.; DOCQUIER, F.; HECQ, A. Convergence de groupes en Europe: une analyse sur données regionales. **Discussion Paper**, Ministère de la Région Wallonne, Service des Études et de la Statistique, n. 9801, 1998.
- BENTOLILA, S.; BLANCHARD, O. Spanish unemployment. **Economic Policy: a European Forum**, Cambridge University Press, 10, p. 273-279, April 1990.
- BENTOLILA, S.; DOLADO, S. Labour flexibility and wages: lessons from Spain. **Economic Policy: a European Forum**, Cambridge University Press, 9 (18), p. 53-99, 1994.
- BEVERIDGE, S.; NELSON, C. A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle. **Journal of Monetary Economics**, v. 7, p. 151-174, 1981.
- BINI-SMAGHI, L.; VORI, S. Rating the EC as an optimum currency area. **Temì di Discussione del Servizio Studi**, Banca d'Italia, n. 187.
- BLANCHARD, O.; KATZ, L. Regional evolutions. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, p. 1-75, 1992.
- BLANCHARD, O.; MUET, P.A. Competitiveness through disinflation: an assessment of the French macroeconomic strategy. **Economic Policy**, n. 16, 1993.
- BLANCHARD, O.; QUAH, D. The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. **American Economic Review**, v. 79, n. 4, p. 655-673, 1989.
- BOFINGER, P. Is Europe an optimum currency area? **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 915, 1994.
- BOONE, L. Symmetry and asymmetry of supply and demands shocks in the European Union: a dynamic analysis. **CEPII Document de Travail**, Paris, 97-03, 1997.
- BOURGUINAT, H. Maastricht et la théorie de zones monétaires optimales. **Revue Française d'Economie**, p. 1-26, 1992.
- BOYD, C; GIELENS, G.; GROS, D. **Bid-ask spreads in the foreign exchange markets**. Bruxelles, 1990 (mimeo).
- BRITTON, A.; MAYES, D. **Achieving monetary union in Europe**. Londres: Sage Publications, 1992.
- BROCINER, A.; LEVINE, P. EMU: a survey. **Discussion Papers in European Economic Studies**, Centre for European Economic Studies, n. 92/3, 1992.

- BRÜLHART, M. Industrial specialization in the European Community: a test of the new trade theory. **Trinit Economic Papers, Technical Paper**, n. 5, July 1995.
- \_\_\_\_\_. Commerce et specialisation géographique dans l'Union Européenne. **Economie Internationale**, n. 65, p. 169-202, 1996.
- BRUNO, M.; SACHS, J. **Economics of worldwide stagflation**. Oxford: Basil Blackwell, 1985.
- BUITER, W. Macroeconomic policy during a transition to monetary union, **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1222, 1995.
- BUITER, W.; MARSTON, R. **International economic policy coordination**. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.
- CALMFORS, L.; DRIFILL, J. Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance. **Economic Policy**, 6, p. 13-61, 1988.
- CANOVA, F.; MARCET, A. **Non-convergence across countries and regions**. CEPR Workshop on Empirical Macroeconomics, Bruxelles, 1995.
- CANZONERI, M.; ROGERS, C.A. Is the European Community an optimal currency area? Optimal taxation versus the cost of multiple currencies. **American Economic Review**, p. 419-433, June 1990.
- CANZONERI, M.; VALLÉS, J.; VINALS, J. Do exchange rate move to address international macroeconomic imbalances? **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1463, 1996.
- CAVACO SILVA, A. Discurso do primeiro-ministro. In: PORTUGAL E A TRANSIÇÃO PARA A UNIÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA, 8/9 de junho de 1990, Lisboa. **Comunicações apresentadas no Seminário Internacional do Ministério das Finanças**. Lisboa: [s.n.], 1991. p. 1-15.
- CESARANO, F. Currency areas and equilibrium. **Open Economies Review**, v. 8, p. 51-59, 1997.
- CHAMIE, N.; SERRES, A.; LALONDE, R. Optimum currency areas and shock asymmetry: a comparison of Europe and the United States. **Working Paper**, Bank of Canada, 94-1, 1994.
- CHRISTODOULAKIS, N.; DIMELIS, S.; KOLLINTZAS, T. Comparisons of business cycles in EC: idiosyncrasies and regularities. **Econômica**, v. 62, p. 1-27, February 1993.
- COHEN, D.; WYPLOSZ, C. The European monetary union: an agnostic evaluation. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 306, 1989.
- COMISSÃO EUROPÉIA. Direction générale des affaires économiques et financières – marché unique, monnaie unique – une evaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire. **Economie Européenne**, n. 44, 1990.

- \_\_\_\_\_. Broad economic policy guidelines and convergence report. **European Economy**, n. 55, 1993.
- \_\_\_\_\_. Economic evaluation at the internal market. **European Economy**, n. 4, 1996.
- \_\_\_\_\_. Economic policy in MEU: part A – rules and adjustment. **Economic Papers**, Directorate-General II, Economic and Financial Affairs, 124, 1997-a.
- \_\_\_\_\_. Economic policy in EMU – part B. **Economic Papers**, 125, 1997-b.
- \_\_\_\_\_. **Sexto relatório periódico relativo à situação socioeconômica e ao desenvolvimento das regiões da União Européia**. Luxemburgo: Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Européias, 1999-a.
- \_\_\_\_\_. **Relatório econômico anual de 1999**. Bruxelas: COM (99), 7 final, 7 de janeiro, 1999-b.
- \_\_\_\_\_. L'économie de l'union: bilan de 1999. **Économie Européenne**, n. 69, 1999-c.
- COOPER, R. Worldwide versus regional integration: the optimum size of the integrated area. In: MATCHLUP, F. (org.). **Economic integration, worldwide, regional, sectoral**. Londres: [s.n.], 1977.
- CORDEN, W. Monetary integration. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 93, 1972.
- DAMMERS, C. The euro: eliminating legal uncertainty. In: TEMPERTON, P. (org.). **The euro**. Nova York: John Wiley & Sons, 1998.
- DATTANI, N. Economic and Monetary Union. In: STAVRIDIS, S.; MOSSIALOS, E.; MORGAN, R.; MACHIN, H. (org.). **New challenges to the European Union: policies and policy-packing**. Dartmouth: Aldershot, 1996. p. 201-223.
- DECRESSIN, J.; FATÁS, A. Regional labour market dynamics in Europe. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1085, 1994.
- DE GRAUWE, P. International trade and economic growth in the EMS. **European Economic Review**, 31, p. 389-398, 1987.
- \_\_\_\_\_. Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade. **IMF Staff Papers**, v. 35, 1988.
- \_\_\_\_\_. The cost of disinflation and European monetary system. **Open Economies Review**, 1, p. 147-173, 1990.
- \_\_\_\_\_. The political economy of monetary union in Europe. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 842, 1993.
- \_\_\_\_\_. Towards European Monetary Union without the EMS. **Economic Policy**, n. 18, p. 149-185, 1994.

- \_\_\_\_\_. Europe between exchange rate flexibility and monetary union: alternative strategies towards monetary union. **European Economic Review**, 39, p. 483-491, 1995.
- \_\_\_\_\_. The economics of convergence: towards monetary union in Europe. **Weltwirtschaftliches Archiv**, v. 132(1), p. 1-27, 1996.
- \_\_\_\_\_. **The economics of monetary integration**. 3. edição revista. Oxford: Oxford University Press, 1997-a.
- \_\_\_\_\_. **Core-periphery relations in EMU**. 1997. Paper apresentado em 13 de outubro no Seminário do Banco de Portugal: Convergência para a União Européia, 1997-b.
- DE GRAUWE, P.; VANHAVERBEKE, W. Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 555, 1991.
- DE LA DEHESA, G. Algunas incongruencias del proceso de unión monetaria. In: FEBRERO, A. (org.). **España y la unificación monetaria europea: una reflexión crítica**. Madrid: Abacus Editorial, 1994.
- DELORS, J. L'Union économique et monétaire ou la rampe de lancement de l'union politique. **Europa, Novas Fronteiras**, Lisboa, União Econômica e Monetária, n. 1, p. 42-46, 1997.
- DESCOURS, L.; JACQUOT, A. Comment se sont équilibrés les marchés du travail depuis 10 ans? **Economie et Statistique**, n. 253, 1992.
- DORNBUSCH, R. L'unione monetaria europea a due binari. **Rivista di Política Economica**, fascicolo 2, serie 3, anno 81, 1991.
- DRAZEN, A. Monetary policy, capital controls and seigniorage in an open economy. In: DE CECCO, M; GIOVANNINI, A. (org.). **A European central bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS**. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
- EICHENGREEN, B. One money for Europe? Lessons from the US currency union. **Economic Policy**, v. 5, p. 118-187, 1990-a.
- \_\_\_\_\_. Costs and benefits of European monetary unification. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 453, 1990-b.
- \_\_\_\_\_. Is Europe an optimum currency area? **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 478, 1990-c.
- \_\_\_\_\_. European monetary unification. **Journal of Economic Literature**, v. XXXI, p. 1321-1357, setembro 1993.
- FAGERBERG, J.; VERSPAGEN, B. **Heading for divergence?** Regional growth in Europe reconsidered. [S.l.], 1995 (mimeo).
- FATÁS, A. Countries or regions? Lessons from the EMS experience. **European Economic Review**, 41, p. 743-751, 1997.

- FISCHER, S. Seigniorage and the case for a national money. **Journal of Political Economy**, 90, p. 295-307, 1982.
- FITOUSSI, J.P. (org.). **Rapport sur l'état de l'Union Européenne**. Paris: Fayard et Presses de Sciences Po, 1999.
- FLEMING, J. On exchange-rate unification. **Economic Journal**, v. 81, p. 448-467, 1971.
- FONTAGNÉ, L. (org.). Régionalisation et échanges de biens intermédiaires. **CEP II Document de Travail**, Paris, 95-111, 1995.
- FORNI, M.; REICHLIN, L. National policies and local economies: Europe and the United States. **CEPR Discussion Paper**, n. 1632, Londres, 1997.
- FRANKEL, J.; ROSE, A. The endogeneity of the optimum currency area criteria. **NBER Working Paper**, n. 5700, 1996.
- \_\_\_\_\_. Is EMU more justifiable ex post than ex ante? **European Economic Review**, 41, p. 753-760, 1997.
- FRANKEL, J.; WEI, S. Trade blocks and currency blocks. **NBER Working Paper**, n. 4335, 1993.
- FRENKEL, J.; GOLDSTEIN, M. Monetary policy in an emerging European Economic and Monetary Union. **IMF Staff Papers**, v. 38, n. 2, p. 356-373, 1991.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **American Economic Review**, v. 58, p. 1-17, 1967.
- FUNKE, M.; STALL, S.; RUHWEDDEL, R. **Shock hunting**: the relative importance of industry specific, region specific and aggregate shocks in OECD countries. Hamburg: Hamburg University, 1997 (mimeo).
- FUSS, C. **Contributions to the empirical analysis of convergence in the European Union**. Thèse de doctorat – Université Libre de Bruxelles, Bruxelles.
- GIAVAZZI, F. The exchange rate question in Europe. In: BRYANT, R.; CURRIE, D.; FRANKEL, J.; MASSON, P.; PORTES, R. (org.). **Macroeconomic policies in a interdependent world**. [S.l.]: IMF, 1989.
- GIERSCH, H. On the desirable degree of flexibility of exchange rates. **Weltwirtschaftliches Archiv**, 109, p. 191-213, 1973.
- GOODHART, C. An assessment of EMU. **The Royal Bank of Scotland Review**, n. 171, 1991.
- \_\_\_\_\_. The transition to EMU. **Scottish Journal of Political Economy**, v. 43, n. 3, p. 241-257, 1996-a.
- GRILLI, V. Seigniorage in Europe. In: DE CECCO, M; GIOVANNINI, A. (org.). **A European central bank?** Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

- GROS, D. Paradigms for the monetary union of Europe. **Journal of Common Market Studies**, v. XXVII, 1989.
- GROS, D.; THYGESEN, N. **European monetary integration: from the European monetary system to the European Monetary Union**. 2. ed. Nova York: Longman, 1998.
- GRUBEL, H. The theory of optimum currency areas. **Canadian Journal of Economics**, p. 318-325, 1970.
- HABERLER, G. The international monetary system: some recent developments and discussions. In: HALM, G. (org.). **Approaches to greater flexibility of exchange rates**. Princeton: Princeton University Press, 1970. p. 115-123.
- HAMADA, K. **The political economy of international monetary interdependence**. Cambridge, MA: MIT Press, 1985.
- HARRISON, B.; HEALEY, N. A União Monetária Europeia – progresso, problemas e perspectivas. In: HEALEY, N. (org.). **A doutrina econômica da nova Europa**. Lisboa: Instituto Piaget, 1997. p. 127-150. (The economics of the new Europe. Londres: Routledge, 1995.)
- HARROD, R.F. **International Economics**. 5. ed. Cambridge: [s.n.], 1957.
- INGRAM, J. State and regional payment mechanisms. **Quarterly Journal of Economics**, v. 73, p. 619-632, 1959.
- \_\_\_\_\_. Comment: the currency area problem. In: MUNDELL, R.; SWOBODA, A. (org.). **Monetary Problems of the International Economy**, University of Chicago Press, p. 95-100, 1969.
- \_\_\_\_\_. The case for European monetary integration. **Essays in International Finance**, Princeton University Press, n. 98, 1973.
- ISHIYAMA, Y. The theory of optimum currency areas: a survey. **IMF Staff Papers**, p. 344-383, 1975.
- JIMENO, J.; VINALS, J. Monetary Union and European unemployment. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1485, 1996.
- JOHNSON, H. The case for flexibility exchange rates. In: HALM, G. (org.). **Approaches to greater flexibility for exchange rates**. Princeton: [s.n.], 1970. p. 91-111.
- KALDOR, N. **The causes of the slow growth of the United Kingdom**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.
- KENEN, P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: MUNDELL, R.; SWOBODA, A. (org.) **Monetary Problems of the International Economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1969. p. 41-60.
- \_\_\_\_\_. **Economic and Monetary Union in Europe**. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.

- KINDLEBERGER, C. **The world in depression 1929-39**. Berkeley: University of California Press, 1973.
- KINDLEBERGER, C. International public goods without international government. **American Economic Review**, p. 1-13, 1986.
- KRUGMAN, P. Differences in income elasticities and trends in real exchange rates. **European Economic Review**, 35, p. 1031-1047, 1989.
- \_\_\_\_\_. Policy problems of a monetary union. In: DE GRAUWE, P.; PAPADEMOS, L. (org.). **The European monetary system in the 1990s**. Londres: Longman, 1990. p. 48-64.
- \_\_\_\_\_. **Geography and trade**. Cambridge, MA: MIT Press, 1991.
- \_\_\_\_\_. **Integration, specialization and regional growth**: notes on 1992, EMU, and stabilization. 1992. Comunicação apresentada na Conferência do Banco de Portugal/CEPR – The transition to economic and monetary union in Europe, Estoril, 1992.
- \_\_\_\_\_. Lessons of Massachusetts for EMU. In: TORRES, F.; GIAVAZZI, F. (org.). **Adjustment and growth in the European Monetary Union**. Cambridge: Cambridge University Press, p. 241-269, 1993.
- KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1999. (International economics: theory and policy. Nova York: Harper Collins, 1997.)
- LAMO, A.R. **Notes on convergence empirics**: methodology and calculations. Londres: London School of Economic, 1993 (mimeo).
- LAYARD, R.; NICKELL, S.; JACKMAN, R. **Unemployment**: macroeconomic performance and labour market. Oxford: Oxford University Press, 1991.
- LEVITT, M. Appendix to chapter 13. In: BARRELL, R. (org.). **Economic convergence and monetary union in Europe**. Londres: Sage Publications, 1992.
- LUCAS, R. **Econometric policy evaluation**: a critique. [S.l: s.n.], Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 1976.
- \_\_\_\_\_. **Models of business cycles**. Oxford, Basil Blackwell, 1987.
- \_\_\_\_\_. **On the welfare cost of inflation**. Chicago: University of Chicago, 1994 (mimeo).
- MAGNIFICO, G. **L'Europe par la monnaie**. Paris: Lavauzelle, 1994.
- MANTEL, S. Le rôle de la mobilité du travail dans l'UEM. **Problèmes Économiques**, n. 2358, p. 14-20, 12 de janeiro, 1994.
- MARQUES, A. A moeda única na perspectiva das economias menos desenvolvidas. **Notas Econômicas**, Coimbra, p. 41-55, junho 1998.

- MARSTON, R. Exchange rate unions as an alternative to flexibility rates: the effects of real and monetary disturbances. In: BILSON, J.; MARSTON, R. (org.). **Exchange rate theory and practice**. Chicago: University of Chicago Press, 1984.
- MARSTON, S.T. Two views of the geographic distribution of unemployment. **Quarterly Journal of Economics**, p. 57-79, February 1985.
- MASSON, P.; TAYLOR, M. Currency unions: a survey of the issues. In: MASSON, P.; TAYLOR, M. (org.). **Policy issues in the operation of currency union**. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- McKINNON, R. Optimum currency areas. **American Economic Review**, v. LIII, n. 4, p. 717-725, 1963.
- MELITZ, J. The current impasse in research on optimum currency areas. **European Economic Review**, v. 39, p. 492-500, 1995.
- MENDONÇA, A. O conceito de zona monetária ótima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa. In: ISEG. **Ensaio de homenagem a Francisco Pereira de Moura**. [S.l.: s.n.], 1995. p. 567-582.
- MINFORD, P. Discussion of Bayoumi and Eichengreen. In: GIAVAZZI, F.; TORRES, F. (org.). **Adjustment and growth in the EMU**. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- \_\_\_\_\_. Quanto custa a união monetária? In: HEALEY, N. (org.). **A doutrina econômica da nova Europa**. Lisboa: Instituto Piaget, 1997. p. 151-164. (The economics of the new Europe. Londres: Routledge, 1995.)
- MORSINK, R.; MOLLE, W. Direct investments and monetary integration. **European Economy**, special edition, n. 1, 1991.
- MUET, P.A. Croissance, emploi et chômage dans les années quatre-vingt. **Revue de l'OFCE**, n. 35, 1991.
- MUNDELL, R. A theory of optimum currency areas. **American Economic Review**, v. 51, p. 657-665, 1961.
- MYRDAL, G. **Economic theory and underdeveloped regions**. Nova York: Duckworth, 1957.
- NARASSIGUIN, P. La problématique de la monnaie unique et son application au cas de l'Europe. **Revue d'Économie Politique**, v. 102, n. 6, p. 799-936, 1992.
- NARDIS, S.; GOGLIO, A.; MALGARINI, A. Regional labour market dynamics in Europe. **European Economic Review**, 39, p. 1627-1655, 1996.
- NEVEN, D. Gains and losses from 1992. **Economic Policy**, n. 10, p. 13-63, 1990.
- NEVEN, D.; GOUYETTE, C. Regional convergence in the European Community. **Journal of Common Market Studies**, n. 33, p. 47-65, 1995.



- OCDE. **Economies in transition**. Structural adjustment in OECD countries. Paris: [s.n.], 1989.
- OVERTURF, S. The European Community as an optimum currency area. In: WELFENS, P. (org.). **European monetary integration: from German dominance to an EC central bank?** Nova York: Springer-Verlag, 1993.
- PARRILLA, F.J. La Unión Monetaria Europea desde la perspectiva de la teoría de áreas monetárias ótimas. **Cuadernos de Economía**, v. 24, p. 3-26, 1996.
- PHELPS, E. Money-wage dynamics and labour market equilibrium. **Journal of Political Economy**, 76, p. 678-711, 1968.
- PISSARIDES, C. The need for labour market flexibility in a European Economic and Monetary Union. **Swedish Economic Policy Review**, Autumn 1997.
- PITTA E.; CUNHA, P. Reflexões sobre a União Européia. In: **Integração européia: estudos da economia, política e direito comunitário**. Lisboa: Imprensa Nacional – Casa da Moeda, 1993. p. 397-406.
- \_\_\_\_\_. A União Econômica e Monetária e as perspectivas da integração européia. In: PITTA, P; CUNHA (org.). **A União Européia na encruzilhada**. Coimbra: Livraria Almedina, 1996. p. 7-19.
- POLOZ, S. **Real exchange rate adjustment between regions in a common currency area**. Bank of Canada, 1990 (mimeo).
- PORTO, M. A União Monetária e os processos de convergência. In: PITTA, P.; CUNHA (org.). **A União Européia na encruzilhada**. Coimbra: Livraria Almedina, 1996. p. 99-127.
- PUGA, D. The rise and fall of regional inequalities. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1575, 1997.
- RAZIN, A.; YUEN, C.W. Labour mobility and fiscal coordination: setting growth agenda for an Economic Union. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1342, 1996.
- REBELO, S. Discussion of Paul de Grauwe's paper: towards European Monetary Union without the EMS. **Economic Policy**, n. 18, 1994.
- REHMAN, S. **The path to European Economic and Monetary Union**. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 1997.
- RICHÉ, P.; WYPLOSZ, C. **L'union monétaire de l'Europe**. Paris: Seuil, 1993.
- RUBIN, J.; THYGESEN, N. Monetary Union and the outsiders: a cointegration-codependence analysis. **Economie Appliquée**, v. XLIX, n. 1, p. 123-171, 1996.
- SAPIR, A.; SEKKAT, K.; WEBER, A. The impact of the exchange rate fluctuations on European Union trade. **CEPR Discussion Paper**, Londres, n. 1041. 1994.

- SEIXAS DA COSTA, F. UEM: um projecto político-econômico numa Europa solidária. **Europa, Novas Fronteiras**, Lisboa, União Económica e Monetária, n. 1, p. 40-41, 1997.
- SILGUY, Y.T. **Le syndrome du diplodocus**. Un nouveau souffle pour l'Europe. Paris: Albin-Michel, 1996.
- SOUSA, F. Economic integration and unequal development in Europe: the pitfalls of cohesion and convergence. In: **Curso de estudos europeus**. Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1996. p. 249-269.
- SPENCER, J. European Monetary Union and the regions. In: BEBER, M.; DRIFFILL, J. (org.). **A currency for Europe**. The currency as an element of division or of union of Europe. Londres: Lothian Foundation Press, 1991. p. 177-189.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, 71, p. 393-410, 1981.
- STRAUBHAAR, T. International labor migration within a common market: some aspects of EC experience. **Journal of Common Market Studies**, v. 27, n. 1, p. 45-62, 1988.
- SUTHERLAND, P.D. EMU. **Europa, Novas Fronteiras**, Lisboa, União Económica e Monetária, n. 1, p. 98-102, 1997.
- SVENSSON, L. Fixed exchange rate as a means to price stability: what have we learned? **European Economic Review**, v. 38, p. 447-464, 1994.
- THOMAS, A. The response of wages and labour supply movements to employment shocks across Europe and the United States. **IMF Working Paper**, WP/94/158, 1994.
- TOWER, E.; WILLET, T. The concept of optimum currency areas and the choice between fixed and flexible exchange rates. In: HALM, G. (org.). **Approaches to greater flexibility of exchange rates: the Burgenstock papers**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1970.
- \_\_\_\_\_. The theory of optimum currency areas and exchange rate flexibility. **Special papers in international finance**. Princeton, NJ: Princeton University, 1976.
- VAZ, L. **Choques assimétricos e identificação de "clusters" na UE**. 1998. Dissertação (Mestrado – Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa (ISEG-UTL), Lisboa.
- VINALS, J. La construcción de la Unión Monetaria Europea. Resulta beneficiosa, en donde estamos, y hacia donde vamos? **Información Comercial Española**, n. 728, Abril 1994.
- VON HAGEN, J.; NEUMANN, M. Real exchange rates and between currency areas: how far away is EMU? **Review of Economics and Statistics**, May 1994.

- WEBER, A. Reputation and credibility in the European Monetary System. **Economic Policy**. Cambridge, Cambridge University Press, n. 18, p. 58-102, April 1991.
- WERNER, H. Mouvements migratoires dans la perspective du marché unique européen. In: CONFERENCE INTERNATIONALE SUR LES MIGRATIONS, Rome: OCDE, 13-15 Mars, 1991.