

---

## ANÁLISE MICROECONÓMICA DA TRANSIÇÃO PARA O EURO OS BENEFÍCIOS

PAULO VILA MAIOR  
MESTRE ASSISTENTE  
UNIVERSIDADE FERNANDO PESSOA

Bearing in mind that phase three of Economic and Monetary Union (EMU) is next to come we deal with its microeconomic positive effects. First we tackle with EMU's timetable, putting special emphasis on the road ahead until 01.07.2002 when all member states currencies will be replaced by the Euro. Then we concentrate on the microeconomic effects of EMU in particular. Uncertainty costs and transaction costs will disappear and as a consequence corporations and citizens will have better conditions for their economic activities. Finally we observe that all conditions will be met in order to lower rates. This condition introduces another microeconomic benefit since investments will present faster growing rates.

Com a celebração do Tratado da União Europeia (T.U.E.), a Comunidade Europeia passou a estar programada para atingir, até ao final do século XX, a derradeira etapa da integração económica. A União Económica e Monetária (U.E.M.), coroamento do aludido processo de integração económica, deve ser encarada como um projecto que vai introduzir um conjunto de importantes alterações de comportamento junto dos agentes económicos dos Estados membros, em razão das características que aparecem nele embuídas. Ao longo deste artigo trataremos de evidenciar as principais sequelas no plano microeconómico que advêm da U.E.M.. Para o efeito, a nossa análise situar-se-á em dois planos distintos: a apresentação do calendário previsto para a edificação da U.E.M.; e a clarificação dos benefícios que correntemente são antecipados para a U.E.M..

1. Entre as várias inovações resultantes do T.U.E., a calendarização da U.E.M. produziu um dos impactos mais significativos, não só porque a C.E. avançava no sentido da etapa final do processo de integração económica, mas também na medida da solenidade com que este projecto foi recebido no corpo do tratado.

O T.U.E. apresentou, com um detalhe em nosso entender exagerado, o calendário e todo o procedimento substantivo que teria que ser respeitado para que se progredisse no sentido da U.E.M.. Nesta conformidade, estabeleceu três etapas distintas que teriam que ser sucessivamente cumpridas.

A primeira etapa, iniciada com a publicação do tratado<sup>1</sup> e culminada em 31 de Dezembro de 1993, consistiu na aceitação dos Estados membros em coordenarem as respectivas políticas monetárias e orçamentais, com o objectivo de criar um tronco comum de procedimentos que conduzisse ao alinhamento da generalidade dos países europeus em relação às metas de convergência que filtram os candidatos à participação na derradeira fase da U.E.M..

**484** A segunda etapa, iniciada em 1 de Janeiro de 1994 e com conclusão agendada para 31 de Dezembro de 1998, apresenta-se crucial para a qualificação dos Estados membros com pretensões a serem incluídos na fase final da U.E.M.. Nesta etapa, aperta-se o cerco à soberania económica das autoridades nacionais, pois que a respectiva margem de manobra em relação à condução da política económica global fica substancialmente diminuída. Os Estados membros devem enquadrar as respectivas economias de acordo com os parâmetros que no T.U.E. ficaram conhecidos como critérios de convergência nominal e, conseqüentemente, ficam obrigados a respeitar os seguintes indicadores nominais:

a) taxa de inflação não superior em 1,5 pontos percentuais à taxa de inflação média dos três Estados membros que exteriorizassem as menores inflações no conjunto da C.E.;

b) Finanças Públicas sujeitas a dois constrangimentos: o défice orçamental inferior a 3% do Produto Interno Bruto; e dívida pública limitada a 60% do mesmo agregado;

c) diferencial máximo de 2 pontos percentuais entre a respectiva taxa de juro de longo prazo e a média desta grandeza nominal verificada nos três Estados membros com melhor comportamento ao nível dos preços;

d) inserção e respeito pelos limites de flutuação estreita do S.M.E., durante pelo menos os dois anos anteriores à data de adesão à última fase da U.E.M.<sup>2</sup>, não podendo os países candidatos ter desvalorizado a sua divisa naquele hiato temporal.

---

<sup>1</sup>Em rigor, deve-se notar que a primeira etapa da U.E.M. terá mesmo sido resultado de um acontecimento anterior ao T.U.E., a directiva que estabeleceu a plena liberdade de circulação dos movimentos de capitais (agendada-a para 1 de Julho de 1990), na medida em que esta é uma condição estrutural ao funcionamento de um espaço monetariamente integrado (Laranjeiro 1994: 17-44).

<sup>2</sup>Importa sublinhar que o próprio tratado não contempla uma leitura rígida destas metas de convergência nominal: o artigo 104º-C, n.º 2, alínea a) introduz expressamente as condições de flexibilização dos critérios de convergência nominal, com o inconveniente de o admitir através de conceitos indeterminados, tributários de elevada dose de arbitrariedade interpretativa. As conseqüências desta apreciação discricionária são invocadas mais adiante (cf. nota de rodapé

L  
90

Ainda no decurso da segunda etapa, encontra-se agendado um refinamento da coordenação das políticas monetárias e orçamentais dos Estados membros, por forma a se coadunarem com as exigências adicionais colocadas pelo respeito dos critérios de convergência nominal.

Paralelamente, ficou prevista na segunda etapa uma importante modificação de ordem institucional, com o surgimento do Instituto Monetário Europeu (I.M.E.), em substituição do Comité de Governadores dos Bancos Centrais e do Fundo Europeu de Cooperação Monetária. Ao I.M.E. ficam incumbidas, para além das funções até então cometidas aos organismos que veio substituir, as funções de preparação dos detalhes técnicos imprescindíveis ao surgimento do Banco Central Europeu (B.C.E.). Num certo sentido, poderemos visualizar o I.M.E. como um embrião do futuro B.C.E.

A terceira etapa da U.E.M. está programada para se iniciar em 1 de Janeiro de 1999, com o número de Estado membros que conseguirem cumprir cumulativamente os critérios de convergência nominal<sup>3</sup>. Esta fase vem culminar o processo de gradualismo através do qual o T.U.E. definiu a caminhada para a U.E.M.. Na sua essência, a terceira etapa reproduz o âmago significativo da U.E.M.: a plena integração económica e monetária, que se traduz na criação de uma única moeda (o euro) e no estabelecimento das respectivas políticas monetária e cambial comum, geridas pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais (S.E.B.C.).

É importante fazer notar que, em rigor, a terceira etapa da U.E.M. irá começar...ainda durante a segunda etapa! A calendarização detalhada

---

n.º 8, *infra*). Também convém referir que a generalidade dos autores se inclina para desconsiderar a validade deste último critério de convergência, porquanto com a crise cambial de Agosto de 1993 o Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu deixou de se caracterizar pelas duas bandas (estreita, de 2,25% e a larga, de 6%, aproximadamente), passando a incorporar uma única banda de oscilação cambial (+/-15%). Numa situação limite, poder-se-á aceitar que o derradeiro critério de convergência poderá ter a sua significação legitimada na medida em que se considere que apenas poderão ser admitidos à última fase da U.E.M. os Estados membros cujas moedas constarem do mecanismo cambial do S.M.E.. Só assim se poderá compreender o esforço de última hora feito pelas autoridades italianas no sentido de verem a lira readmitida naquele mecanismo cambial, de onde se havia auto-excluído em Junho de 1992.

<sup>3</sup>Refira-se que a C.E. apenas conseguiu cumprir o objectivo menos ambicioso que constava do tratado. Na verdade, previa-se a possibilidade de lançar a terceira etapa da U.E.M. em 1 de Janeiro de 1997, se estivessem reunidos dois requisitos: que uma maioria de Estados membros conseguisse respeitar cumulativamente as metas de convergência nominal; e que o Conselho Europeu considerasse politicamente adequado lançar a terceira fase naquela data. Todavia, constatou-se que, em 1996, nenhum Estado membro estava em condições de respeitar integralmente os quatro critérios de convergência, pelo que a C.E. teve que se resignar a um objectivo menos audacioso – o estabelecimento da U.E.M. em 1999.

prevê uma segmentação da terceira etapa em três fases distintas, a primeira das quais está agendada para o primeiro semestre de 1998. Nesta fase (conhecida na tipologia da U.E.M. como *fase A*), o Conselho Europeu vai definir quais os países que estão em condições de participar na derradeira etapa da U.E.M.. Esta reunião extraordinária do Conselho Europeu está prevista para o dia 2 de Maio de 1998.

**486**

Convém esclarecer que os primeiros dias que ficarem a marcar a derradeira etapa da U.E.M. não vão ser automaticamente associados à existência do euro como a única moeda que terá circulação no espaço comunitário: o T.U.E. prevê que no início formal da terceira etapa permaneçam em vigor as moedas nacionais dos Estados membros que nela participarem, mas agora estes países comprometem-se a fixar irrevogavelmente as respectivas paridades cambiais. Desaparece, assim, a margem de manobra cambial que ainda existia no âmbito do Mecanismo das Taxas de Câmbio do S.M.E., sendo impossível proceder a quaisquer depreciações com o intuito de prosseguir determinados objectivos macroeconómicos. Na prática, a fixação irrevogável das paridades cambiais equivale a uma «união monetária de facto» (ou «pseudo-união monetária»), pois o compromisso assumido pelos Estados membros vem acrescentar um elevado grau de substituibilidade entre as divisas dos vários países que participarem na U.E.M.. Mais ainda se acentuará esta tendência, na medida em que com o desaparecimento dos riscos de manipulações cambiais se estreitam os diferenciais nas taxas de juro entre os Estados membros.

Em face do exposto, aparece com nitidez uma sub-segmentação da própria terceira etapa da U.E.M.. Entre 1 de Janeiro de 1999 e 2002 ( a *fase B* na terminologia da U.E.M.), as moedas nacionais vão sobreviver. Muito embora o euro já tenha sido formalmente criado com o lançamento da terceira etapa, por forma a que os Estados membros possam concluir o período de adaptação a uma nova realidade, na *fase B* a circulação do euro ficará restrita a certos canais contabilísticos, a saber, na expressão do Orçamento Comunitário, na definição das políticas monetária e cambial comuns, na emissão de dívida pública por parte dos Estados membros, nos pagamentos que sejam feitos entre autoridades monetárias dos Estados membros, enfim, à emissão de empréstimos obrigacionistas e à contratação de certos instrumentos financeiros oferecidos pelas entidades bancárias. Nestes primeiros anos que correspondem à terceira fase, os agentes económicos não irão transportar euros nas suas carteiras.

O período de transição findará em 1 de Janeiro de 2002. Nesta data é lançada a *fase C*, na qual o euro inicia a sua circulação generalizada, ainda

que não exclusiva, no espaço comunitário. Com efeito, naquela data não se esgota o período de transição facultado aos Estados membros, porquanto se encerra a fase de adaptação com a concessão de mais seis meses transitórios, nos quais o euro e as divisas nacionais dos Estados membros irão concorrer: no interior de cada Estado membro (que participar na U.E.M.) terão circulação legal a respectiva moeda e o euro. Até a 30 de Junho de 2002, a U.E.M. atravessará a sua última fase transitória, criada com o objectivo de habilitar os agentes económicos a transferirem os seus activos da moeda nacional para o euro, dispondo destes seis meses para se desfazerem das notas e moedas denominadas na divisa nacional, cambiando-as por notas e moedas em euros.

Finalmente, no dia 1 de Julho de 2002 estará coroado o processo de edificação da U.E.M., já que a partir daquela data deixam de estar em vigor as moedas nacionais, substituídas que serão pelo euro – a única moeda que passará a ter circulação legal no espaço correspondente à U.E.M..

Importa ainda apresentar uma importante alteração institucional, consubstanciada na assunção de competências por parte do S.E.B.C., instituição que tem o B.C.E. no vértice e os bancos centrais nacionais na base. O B.C.E. será a instituição<sup>4</sup> encarregue de gerir a política monetária e cambial comum, logo a partir de 1999, antecipando a existência do euro como moeda-substituta das divisas nacionais. No nosso entendimento, trata-se de um esclarecimento relevante, já que correntemente se faz uma associação unilateral entre a U.E.M. e o euro, escamoteando a existência da política monetária e cambial comum. E, afinal, escamoteando um importante sinal característico da U.E.M., pois que ele se traduz num acréscimo de competências para a esfera supranacional, subtraindo-se integralmente ao reduto de poderes que conformam a soberania nacional.

Não se pense, todavia, que a existência de uma política monetária comum deva ser conotada com uma trágica perda de soberania nacional. Hoje em dia, todos os Estados membros se limitam a seguir as coordenadas de política monetária do banco central alemão (o *Bundesbank*) e, a partir do momento em que a política monetária for centralizada no B.C.E., todos os Estados membros aderentes terão ocasião de participar na gestão daquela política<sup>5</sup>. Eis como a U.E.M. deve ser vista, nesta conformidade, como uma

4 Aqui o termo «instituição» aparece em sentido próprio de instituição comunitária, adicionando-se o B.C.E. às restantes instituições que constituem o edifício institucional comunitário. Curioso será reparar que o embrião do B.C.E. – o I.M.E. – não possui a mesma dignidade.

5 Assim o entende Torres (1996: 79): *One of the political arguments used in most European countries in favour of monetary union is the fact that any EU-member country, with the exception of Germany, will in fact increase its monetary authority, since the ECB (namely its Governing*

reconquista (parcial, é certo) de poderes anteriormente perdidos de facto pelos Estados membros<sup>6</sup>:

488

Uma nota final para elucidar a transversalidade do calendário da U.E.M: há certos elementos característicos de uma etapa que merecem antecipação, situando-se nos momentos finais da etapa antecedente. Assim sucede, por exemplo, com os critérios específicos de qualificação dos Estados membros, que serão discutidos num Conselho Europeu extraordinário em 2 de Maio de 1998<sup>7</sup>, em que os chefes de Estado e de governo farão uma apreciação<sup>8</sup> do relatório apresentado pela Comissão e pelo Conselho EcoFin acerca do cumprimento dos critérios de convergência nominal em todos os Estados membros. Neste Conselho Europeu concluir-se-á pela identificação dos Estados membros que estarão aptos a fazer parte do «pelotão da frente» da U.E.M. em 1 de Janeiro de 1999.

A mesma transversalidade ocorre em relação à passagem de testemunho do I.M.E. para o B.C.E.. Assim que forem dadas à estampa as conclusões daquele Conselho Europeu extraordinário, cessam as funções do I.M.E. e entra em funções o B.C.E. – apesar do tratado associar intimamente o B.C.E. à terceira etapa da U.E.M..

2. Pensar na construção da U.E.M. e não equacionar os seus benefícios comporta uma falha insanável. Por isso vamo-nos debruçar com algum

---

*council) – unlike the Bundesbank – will be constituted by representatives of the various member countries.* Neste ponto, seremos obrigados a indagar o que terá levado a Alemanha a abdicar daquele privilégio de condução (de facto, que não de direito) da política monetária à escala comunitária. Eichengreen e Ghironi (1996: 100), esclarecem que a motivação da Alemanha que concorreu para a adopção desta postura foi ter alcançado *trade concessions in the monetary domain for concessions in other issue areas*. Aqueles autores destacam duas áreas: a aceitação da França e do Reino Unido relativamente à reunificação alemã; e mais importante, *Germany's desire to reacquire a foreign policy role*, na medida em que aquele país conseguiu adquirir (...) *a foreign policy role in the context of an EU defense force and an EU foreign policy*. Há aqui a sugestão de que a U.E.M. (com uma política monetária comum) foi trocada pela Política Externa e de Segurança Comum. No mesmo sentido, Frattiani e Von Hagen (1992).

6 Esta liderança da política monetária assumida de facto pela Alemanha vem no seguimento da caracterização do Sistema Monetário Europeu (S.M.E.) como um modelo de cooperação assimétrica, no qual um dos seus países membros inquestionavelmente liderava o processo, limitando-se os demais a imitá-lo para repartir os benefícios de ordem económica subjacentes. Para uma melhor explicitação do modelo de cooperação assimétrica, ver De Grauwe (1992: 115-116).

7 Lapidar é a expressão de Cunha (1997: 10): *os Estados membros (...) para estar no "rendez-vous" de 1999, terão de dar provas em 1998 de que, quanto a 1997, os critérios terão sido alcançados.*

8 Decerto mais política do que económica, em virtude da necessária flexibilização de alguns dos critérios de convergência nominal que será necessária para aceitar a participação de determinados Estados membros na última fase da U.E.M.. O caso paradigmático é o da Bélgica, cuja dívida pública (atingia em 1996 o valor de 126,7% do P.I.B. respectivo) em muito supera o máximo admitido por Maastricht. E, concordando com Porto (1997: 433), não se concebe que a Bélgica seja preterida do «pelotão da frente».

50

cuidado nas vantagens que se encontram presentes num dos vectores da U.E.M. – o euro. Não trataremos de apresentar os benefícios de uma política monetária e cambial comum por duas ordens de razão: por uma questão espacial, já que a consideração das vantagens associadas àquela política comum extravasa a dimensão do presente artigo; e por uma questão conceptual, que se prende com as escolhas por nós feitas quando nos decidimos a avançar para este artigo. Quisemos imprimir à análise da U.E.M. um cunho pragmático, que pudesse ser compreendido pelo público em geral e não só pela comunidade académica. Eis porque nos concentramos exclusivamente no esclarecimento do processo de transição para o euro, a realidade mais palpável da U.E.M. (na verdadeira acepção do termo!) para os cidadãos europeus.

No tratamento dos benefícios identificáveis ao euro, é possível fazer uma segmentação em dois planos distintos: os benefícios microeconómicos e as vantagens macroeconómicas do euro. Não se deve estranhar que nesta sistematização apareçam também contemplados os benefícios macroeconómicos, muito embora no título deste artigo se exponha claramente a nossa intenção em concentrar a análise no vector microeconómico. Não se estranhe a aparente contradição em que incorremos: os efeitos macroeconómicos sentidos num determinado espaço acabam por vir a beneficiar todos os agregados económicos que, individualizados, constituem a esfera microeconómica, mas que globalmente considerados compõem um todo que é tratado pela análise macroeconómica.

Este prolegómeno serve para apresentar o pressuposto que valida o nosso raciocínio: há certos benefícios macroeconómicos que resultam do euro e que se vão reflectir na esfera individual dos agentes económicos. Assim iremos sistematizar os benefícios em duas linhas diferentes: os benefícios microeconómicos directos e as vantagens induzidas pelos ganhos de ordem macroeconómica.

**3.** Quando se encara o euro no contexto da sua utilização pelos agentes económicos privados, surgem com nitidez dois tipos de vantagens: *a eliminação da incerteza cambial e a eliminação dos custos de operacionalidade.*

Não ignoremos a realidade contextual do euro: quando for criada a terceira etapa, iniciar-se-á um primeiro sub-período no qual permanecem em vigor as moedas nacionais, sendo apenas em 1 de Julho de 2002 que o euro virá substituir de uma vez por todas as divisas nacionais dos Estados membros

participantes naquela fase. Esta realidade contextual será decisiva para localizarmos temporalmente a ocorrência dos dois géneros de benefícios microeconómicos suscitados.

Hoje em dia, com a vigência do S.M.E. dotado de um Mecanismo de Taxas de Câmbio que permite oscilações cambiais entre as divisas europeias de 15% em relação à respectiva cotação central<sup>9</sup>, claramente se conclui que a C.E. não vive num clima de absoluta estabilidade cambial. Esta conclusão adensa os seus efeitos se se compararem as actuais regras de oscilação cambial com as existentes no período que antecedeu a reforma do Mecanismo das Taxas de Câmbio do S.M.E., que tinha uma banda estreita de 2,25%. Também seremos forçados, em homenagem ao rigor, a atenuar a conclusão relativa à elevada amplitude da oscilação cambial proporcionada pela regra dos +/-15%, porquanto os Estados membros se comprometeram a fazer observar uma oscilação máxima de 7%. Ainda assim, há uma possibilidade teórica de oscilação que, numa situação limite, pode significar uma variação cambial efectiva de 14% para uma determinada moeda, de um dia para outro<sup>10</sup>. Interessa aqui afirmar os efeitos que resultam deste regime de câmbios fixos ajustáveis: hoje sabe-se qual o valor da nossa moeda em relação às demais divisas europeias, mas é incerta a taxa de câmbio bilateral que se irá observar dentro de um certo lapso temporal.

Este ambiente é propício à especulação e cria expectativas negativas junto dos agentes económicos mais directamente relacionados com o comércio

9 Quando o S.M.E. foi criado (13 de Março de 1979), os Estados membros concordaram em definir uma banda estreita de flutuação cambial de +/-2,25%, reservando-se uma banda larga de +/-6% para os Estados membros que desejassem participar do mecanismo cambial mas que manifestassem dificuldades em respeitar a banda estreita. Este arranjo cambial funcionou sem dificuldades até surgirem as primeiras crises cambiais europeias, que em 1992 culminaram com o abandono do mecanismo cambial por parte do Reino Unido e da Itália. A crise cambial não findou, tendo a sua expressão máxima em 2 de Agosto de 1993, quando ocorreu um forte ataque especulativo às divisas europeias. Tão forte foi o impacto desta crise que a C.E. teve, como única solução, dilatar as margens de flutuação cambial admitidas para +/-15%.

10 Com uma banda de flutuação cambial de +/-2,25%, seria teoricamente possível que uma moeda de um Estado membro oscilasse, de um dia para o outro, 4,5% - ou seja, o dobro da margem de flutuação cambial instituída. Insistimos que esta é uma situação meramente teórica, porquanto para ela se processar teria que se conjugar uma série de coincidências notáveis e pouco atinentes com a realidade: em primeiro lugar, todas as demais divisas teriam que permanecer estáveis na cotação central, de um dia para o outro (fenómeno com uma escassa probabilidade de ocorrência); em segundo lugar, teríamos que conceber que no espaço de um dia uma determinada divisa passava de um extremo ao outro da banda de flutuação cambial. Interessa-nos salientar que a referência aos 4,5% (ou aos 14%, no caso da «banda fictícia» de +/-7%) expressa apenas máximos teóricos raramente atingíveis. Na prática, a variação cambial efectiva das divisas europeias queda-se por valores bem inferiores aos teoricamente postulados. Para detectar em que condições, Vila Maior (1995: 71-75).

intra-comunitário. Os grandes especuladores internacionais só poderão extrair ganhos económicos da sua actividade no mercado internacional de divisas se reinar um clima de incerteza cambial, gerado por um quadro institucional que estabelece uma possibilidade mais ou menos alargada de oscilação cambial. Sabendo-se que estes especuladores estão convencidos que a sua actividade comporta um risco, eles incorporam esse risco e não se preocupam com uma das consequências possíveis de um clima de oscilação cambial – a perda económica representada por apostas indevidas na carteira de divisas escolhida.

Já no que diz respeito ao raciocínio típico dos agentes económicos vocacionados para o comércio intra-comunitário, verifica-se uma diferente postura comportamental. Muitas vezes as empresas coíbem-se de efectuar transações com outros Estados membros, porque o sistema de pagamentos diferido no tempo e com taxas de câmbio contratadas para esse período temporal mais longínquo tanto pode significar uma taxa de câmbio mais favorável como uma situação representativa de perdas; e, nesta última hipótese, as perdas relacionadas com a ocorrência de uma taxa de câmbio desfavorável podem significar um perigoso encurtamento das margens de lucro subjacentes à operação comercial realizada com uma empresa de outro Estado membro, quando mesmo uma situação limite na qual as perdas cambiais vão anular os excedentes económicos. Ainda assume um peso significativo a cobertura de risco cambial que as empresas são obrigadas a comportar, o que funciona como um desincentivo às trocas intra-comunitárias.

De tudo quanto se afirmou anteriormente, é possível extrair as seguintes ilações: os *custos de incerteza* são um desincentivo ao comércio intra-comunitário e um estímulo à actividade especulativa que se situa no domínio do mercado internacional de divisas. No cotejo de ambos os vectores em análise, é óbvio que se teria que alinhar ao lado dos interesses representados pelo primeiro grupo, pois que se trata de uma franja que, em termos quantitativos e qualitativos, supera largamente o grupo dos especuladores. Mais ainda, estamos em presença de duas actividades económicas que têm diferentes qualificações sociais: enquanto a actividade económica prosseguida pelas empresas que se dedicam ao comércio intra-comunitário é uma actividade que tem ínsita uma forte componente social (geradora de utilidade para a generalidade da população e criadora de emprego), já a mesma valoração se encontra ausente quando nos confrontamos com a actividade especulativa, que por si só aparece negativamente conotada pelo seu adjectivo qualificativo.

Mas também interessa considerar que a eleição de um combate à instabilidade cambial, tendo na sua raiz um objectivo de eliminação da

incerteza cambial, está intimamente associada a uma característica estruturante da C.E.: a realização do mercado interno, programado pelo Acto Único Europeu para 1 de Janeiro de 1993, efectivou a eliminação das barreiras que os Estados membros ainda conseguiam impor na troca de mercadorias à escala comunitária. Como conceber um contexto de afirmação da liberdade de circulação das mercadorias (e dos restantes factores de produção) quando, internamente, os Estados membros se poderiam servir artificialmente de desvalorizações cambiais para estimular as suas exportações e prejudicar as importações oriundas de outros parceiros? Assim se compreende, num certo sentido, que a união monetária tenha que estar numa posição de complementaridade em relação à união económica<sup>11</sup> – considerando que com a instalação do mercado interno o «mercado comum europeu» se transformou numa verdadeira união económica. Em suma, não se poderia equacionar um grande mercado europeu que incentivasse a multiplicação das trocas intra-comunitárias, e paralelamente, permitir a continuidade de obstáculos corporizados em oscilações cambiais indutoras de incerteza cambial entre os agentes económicos.

Com o lançamento da terceira etapa da U.E.M., que será logo no seu início apenas caracterizada pela impossibilidade dos Estados membros fazerem variar o valor das respectivas moedas, de imediato desaparecem os custos de incerteza. Com isto, a C.E. acrescenta um benefício importante, contribuindo para um aumento no crescimento económico e para o emprego.

Com o desaparecimento deste inconveniente ligado à oscilação cambial, é possível que aumente a cadência de trocas intra-comunitárias, sendo também de esperar que este ritmo acelerado venha a permitir um aquecimento da actividade económica, podendo-se assim antecipar ganhos difundidos para a generalidade dos agentes económicos – empresas, com uma gama mais diversificada de produtos para oferecer, com a possibilidade de ter acesso a matérias-primas e a bens intermediários em condições mais vantajosas, permitindo-lhes uma diminuição dos custos de produção e auferir lucros maiores; e para os consumidores, que terão a possibilidade de satisfazer em maior medida as suas necessidades consumistas, sendo possível que aumentem os seus padrões de bem-estar em razão da diversificação de produtos oferecidos e de um aumento da concorrência que trará, previsivelmente, uma

---

<sup>11</sup> Cf. Eichengreen e Ghironi (1996: 92) e European Commission(1996: 309), sendo eloquente a declaração desta última, considerando que para providenciar um bom funcionamento do mercado interno, *exchange-rate adjustments must not be allowed to disrupt trade or investment through their unpredictable impacts on profitability.*

diminuição de preços e uma melhoria da qualidade dos produtos oferecidos.

4. Para além dos custos de incerteza, a situação actual que é vivida entre as divisas europeias ainda é reflexo de *custos de operacionalidade* sob a forma de custos de transação.

Sempre que um agente económico pretende cambiar a sua divisa por uma qualquer moeda de outro Estado membro (ou de outro país terceiro), as entidades bancárias cobram uma comissão devida pela transação cambial. São custos que muitas vezes são negligenciados pelo cidadão comum, essencialmente porque raras vezes são forçados a cambiar elevadas somas de dinheiro<sup>12</sup>. O mesmo já não sucede com agentes económicos, como as empresas, que nas suas operações comerciais não raras vezes lidam com quantias importantes que têm que ser cambiadas para uma outra moeda. Nestes casos, as empresas são obrigadas a suportar um custo adicional, que vem onerar a operação de câmbio e, no fim de contas, acaba por colocar constrangimentos adicionais que podem servir como um travão às operações comerciais com outros países (indistintamente da sua localização). Quando se trata de operações de comércio intra-comunitário, normalmente acontece que o pagamento tem que ser efectuado contra a emissão de cheques em moeda estrangeira, que são a fonte para a percepção de avultados ganhos por parte das entidades bancárias. As comissões cobradas pelos bancos comerciais implicam um efectivo encarecimento de uma determinada operação comercial intra-comunitária. Por exemplo, se uma empresa portuguesa importa uma determinada mercadoria que vai alimentar o respectivo processo produtivo, e essa importação é denominada na moeda do país exportador, a empresa que importa terá que se dirigir a um banco comercial e solicitar a emissão de um cheque em divisa estrangeira que represente a quantia correspondente ao bem importado. Contudo, como o banco cobra as aludidas comissões cambiais, a quantia em moeda estrangeira que é solicitada ao banco acaba por representar uma contraprestação em moeda nacional que é superior à simples conversão cambial. Nesta conformidade, a empresa importadora acaba por suportar um encargo adicional pela operação de importação; em alternativa, pode essa empresa não se sentir estimulada a importar o bem,

---

12 Apesar disso, sempre se pretendeu ligar este inconveniente aos movimentos de particulares ao longo das fronteiras dos Estados membros da C.E.: um exemplo de escola, difundido em vários locais, conta-nos que se um cidadão (português, por exemplo) saísse de Portugal com uma determinada quantia no bolso e viajasse pelos outros onze Estados membros (o exemplo reporta-se ainda a um período anterior ao último alargamento) sem gastar um único centavo que não fossem os devidos pelas comissões cobradas pelos bancos sempre que cambiasse a sua moeda nas restantes, quando regressasse ao seu país teria apenas metade da quantia com que iniciou a viagem (Porto 1997: 415).

porque tal operação acaba por representar uma pesada factura global que não a torna rendível.

494

Quando as empresas localizadas em território comunitário são compelidas a suportar os custos de transação, as consequências negativas resultam da opção que elas forem coagidas a tomar: ao decidirem afirmativamente no sentido da importação, sabem que vão suportar um encargo adicional, resultante das comissões bancárias pela cobertura cambial, encargo que se adiciona ao montante representado pela operação de importação no seu valor estritamente comercial; quando optarem por não suportar aquele encargo, as empresas são forçadas a restringir a sua actividade comercial, com o que tal significa de perda de oportunidade de negócios<sup>13</sup>.

Qualquer que seja a opção tomada pelas empresas, ela reveste-se de uma importante relevância no que tange à diminuição da actividade económica (no caso da empresa seguir a segunda alternativa) ou com o que isso representa em termos de repercussão dos custos cambiais para os consumidores finais dos bens produzidos pela empresa importadora.

Concentrando a nossa análise sobre este segundo vector, importa sublinhar os vários efeitos que se podem verificar. A principal variável dependente da análise situa-se na estrutura de mercado em que se insere a dita empresa importadora, que foi confrontada com a operação de importação mais onerada em virtude das comissões cambiais que teve que suportar. Se é monopolista ou trabalha num mercado de oligopólio, esta empresa situa-se numa posição mais confortável, pois decerto poderá repercutir a incidência dos custos cambiais sobre os consumidores. Neste caso, quem acaba verdadeiramente por suportar os custos de transação são os consumidores finais do bem, permitindo-se desonerar as empresas daquele fardo. Como tal, os consumidores terão que pagar um preço maior pelo bem, em razão directa da cobrança das comissões cambiais por parte da banca comercial. O seu bem-estar sairá amputado, em consequência, seja pela via de uma diminuição do rendimento disponível, seja por via de uma menor quantidade do bem consumido em função da elevação do seu preço. Continuando na óptica exclusiva de um mercado que se alheie da concorrência perfeita, parece evidente que quem suporta a factura dos custos de transação são os consumidores. Nesta conformidade, a

---

13 Várias foram as mediações efectuadas tentando sustentar uma evidência empírica ilustrativa da importância económica dos custos de transação. O estudo peregrino, encomendado pela Comissão Europeia, está em Emerson e Huhne (1991). Mais recentemente, a Comissão (European Commission 1996: 310) veio afirmar que a eliminação dos custos de transação se poderia estimar em cerca de 0,3 a 0,4 do P.I.B. comunitário, o equivalente a 20 a 25 biliões de ecus.

eliminação dos custos de transação inerente à instalação da última etapa da U.E.M. virá sobretudo beneficiar os consumidores, que deixarão de suportar na sua esfera os referidos custos, melhorando assim a sua condição.

Se equacionarmos a existência de um mercado mais próximo da concorrência perfeita, decerto que os efeitos visíveis não comungam das mesmas características. Neste caso, a oferta do bem aparece dispersa por uma multidão de produtores, cabendo a cada qual uma ínfima parte da oferta. Assim sendo, a luta concorrencial que se instala vai obrigar os produtores a incorporarem na sua estrutura de custos as comissões cambiais que são exigidas pelos bancos comerciais, o que se vai traduzir num encurtamento das margens de lucro das empresas, sem que os consumidores sejam obrigados a suportar preços mais elevados – pois que se um só produtor decidisse agir de acordo com o comportamento descrito para os produtores monopolistas ou oligopolistas, o mais certo era a procura desviar-se para outros produtores que continuassem a adoptar um comportamento concorrencial (tal será o fenómeno previsível, a menos que se desse a circunstância – pouco provável – de todos os concorrentes agirem em colusão no sentido de repercutirem os custos de transação para os consumidores).

Como a estrutura económica dos Estados membros é feita de uma mescla de sectores com grande concentração concorrencial e outros onde actua um número menor de empresas, é de esperar que com o lançamento da terceira etapa da U.E.M. desapareçam ambos os géneros de inconvenientes acabados de descrever, com o inerente aumento dos lucros das empresas e do simultâneo bem-estar dos consumidores. Também é de crer que o desmantelamento de todas as barreiras escondidas (de natureza não alfandegária, tais como as restrições cambiais) venha a estar na origem de um funcionamento mais racionalizado do mercado, de tal forma que a liberdade de circulação de mercadorias e de factores de produção terá viva voz. Neste cenário, concerteza que será maior o fenómeno concorrencial, com todas as consequências positivas que lhe estão associadas<sup>14</sup>.

É conveniente fazer notar que os custos de transação representam custos pesados para a globalidade dos agregados económicos, mas não se pode ignorar que eles representam, pelo contrário, ganhos (e importantes) para a actividade da banca comercial. Mas também é necessário esclarecer que a partir do momento que o funcionamento da U.E.M. fizer diluir os riscos de

---

14 Nomeadamente os fenómenos de melhoria da gestão empresarial que são exigências próprias de uma concorrência acrescida: em particular a diminuição do efeito vulgarmente denominado como *ineficiência x*, tributário de Leibenstein (1966).

incerteza cambial, de imediato a lógica de mercado aconselharia os bancos a abdicar das comissões que cobram para as operações cambiais: na verdade, na sequência das características evidentes num cenário em que existe algum grau de instabilidade cambial, esta é uma actividade que envolve alguns riscos para os bancos, que assim são forçados a incorporar esse risco na sua actividade prestamista de moeda estrangeira. A partir do momento em que *os Estados membros fixarem irrevogavelmente o valor das suas divisas, os bancos poderão deixar de ter legitimidade para impor estas comissões.*

Esta asserção é importante, porque nos permite dissociar dois importantes momentos da terceira etapa da U.E.M. e atribuir-lhes uma conotação diferenciada com a eliminação dos custos de incerteza e de transacção: assim, enquanto a eliminação dos custos de incerteza cambial vai ocorrer logo em 1 de Janeiro de 1999, quando os Estados membros se comprometerem a fixar para sempre o valor das divisas respectivas; já a eliminação dos custos de transacção será diferida para mais tarde, quando o euro vier substituir em definitivo as moedas nacionais. Só nessa altura os agentes económicos dos Estados membros deixarão de ser obrigados a cambiar a sua moeda por uma qualquer outra de um Estado membro diferente. Só em 1 de Julho de 2002 serão criadas as condições para a eliminação dos custos de transacção, na exacta medida da definitiva instalação do euro.

Feita esta distinção, cumpre então interrogar o seguinte: se é verdade que os bancos comerciais são obrigados a cobrar as comissões cambiais para suportar o risco inerente a esta actividade; se é verdade que os custos de incerteza cambial irão desaparecer logo em 1 de Janeiro de 1999; não será também possível que os custos de transacção sejam imediatamente abolidos ao mesmo tempo que os Estados membros decretam sentença de morte à incerteza cambial?

O raciocínio lógico parece empurrar para uma conclusão afirmativa àquela indagação. E até é possível que, logo a partir de 1 de Janeiro de 1999, desaparecida a principal fonte de instabilidade que justifica a aplicação de comissões cambiais por parte da banca, os custos de transacção comecem a ser *progressivamente amputados*. O que não significa que seja possível a sua imediata eliminação, por duas ordens de razão: porque, em termos conceptuais, basta permanecerem em vigor as moedas nacionais dos Estados membros para que esteja criado o facto constitutivo do custo de transacção, ou seja, o câmbio de uma moeda numa outra; e porque os bancos comerciais oporão resistências a abdicar desta fonte de rendimento. Esta derradeira motivação assume um peso determinante, na

L  
oro

medida em que a U.E.M. significa, por si só, um factor de indução da concorrência bancária, suficiente para que os bancos possam ter que enfrentar uma diminuição das suas margens de lucro. Na esteira desta evidência, os bancos serão tentados a entrar em acordos no sentido de não prescindir da cobrança de comissões cambiais, sabendo que a concorrência pressiona no sentido do encurtamento dos lucros e reconhecendo que só disporão de mais três anos e meio (de 1 de Janeiro de 1999 até 1 de Julho de 2002) para exigir aquelas comissões. Perante um cenário mais brilhante em relação aos ganhos dos bancos, estas entidades tudo farão para diminuir o alcance das perspectivas menos positivas que sobre eles se abatem, tentando com toda a energia preservar uma fonte de rendimento (as comissões cambiais) enquanto encontrarem legitimidade (a subsistência das moedas nacionais) para exigir aquelas comissões.

5. Para além dos benefícios microeconómicos, a U.E.M. também transporta um conjunto de vantagens de ordem macroeconómica que necessariamente terá repercussões na esfera individual dos agentes económicos, como anteriormente referimos. A encabeçar estes benefícios macroeconómicos aparece a *estabilidade de preços* que informa superiormente o projecto da U.E.M..

Este benefício palpável da U.E.M. – que, aliás, já se vem sentindo na actualidade – é desde há muito um objectivo enunciado pela generalidade da doutrina económica como sendo um dos maiores bens de ordem económica que as autoridades podem ofertar aos seus cidadãos. Assim o entende a Alemanha, que tem imprimido uma condução de política económica cuja principal linha característica é a prossecução de níveis predefinidos de estabilidade de preços. Já antes de se ter constituído o S.M.E., a Alemanha afinava a sua política económica global (e em particular a sua política monetária) pelo diapasão de uma luta apertada contra os malefícios da inflação, reforçando-se este desiderato a partir do momento em que os Estados membros decidiram constituir o S.M.E.. Os resultados da *performance* económica da Alemanha permitiram salientar este país entre os demais parceiros da Europa comunitária, pelo excelente desempenho que vinha sendo conseguido, com taxas elevadas de produtividade e de crescimento económico, sem ser coagida a suportar taxas de desemprego in comportáveis. A Alemanha começava a ser vista como um modelo (economicamente falando) que deveria ser seguido pelos restantes Estados membros, numa óptica de correcta afectação dos recursos, com o intuito de colocar as sinergias nacionais ao serviço de um maior crescimento que, por sua vez, iria alimentar o desenvolvimento respectivo.

Assim sem surpresa de constatou que, uma vez instalado o S.M.E., toda a coordenação de políticas monetárias que se foi desenvolvendo entre os Estados membros tinha uma direcção predefinida: estávamos perante uma falsa coordenação de política, visto que os Estados membros cada vez mais se ligavam às orientações de política monetária que iam sendo adoptadas pelo *Bundesbank* e fielmente reproduzidas pelos restantes bancos centrais nacionais. É neste sentido que se afirma que o S.M.E. se caracteriza por ser um modelo de cooperação assimétrica, no sentido de um dos países membros afirmar a sua preponderância sobre os demais. Esta liderança implicitamente reconhecida pelos restantes Estados membros mais não era do que a consequência final de um objectivo comum: o combate à inflação, tentando-se importar os modelos de política monetária que eram indutores de estabilidade de preços.

Não estranha que o projecto de U.E.M. constante do T.U.E. estivesse impregnado de tantos elementos vincadamente monetaristas<sup>15</sup>, porquanto se prosseguiu na senda da estabilidade de preços que tinha conduzido a *praxis* das autoridades nacionais. Os negociadores do tratado permaneceram fieis à tradição de sucesso que estava instalada na Alemanha e insistiram numa óptica monetarista que defende que a correcção das principais grandezas macroeconómicas pode ser feita à custa da manipulação de variáveis nominais.

Passados alguns anos após a celebração do tratado, cumpre indagar se o objectivo de estabilidade de preços que tem sido tão afanosamente perseguido no espaço comunitário não se tem traduzido em custos de outra ordem; em particular, ergue-se no horizonte uma dúvida de credibilização do objectivo da estabilidade de preços, considerando que há quem a associe à presente vaga de desemprego que assola o continente europeu.

Não somos da opinião que se possa fazer uma correlação estreita entre os dois fenómenos. Por um lado, estamos do lado daqueles que desmistificaram a curva de Phillips, aceitando apenas que a relação inversa entre inflação e desemprego se verifica no curto prazo, enquanto a estrutura económica não se adaptar às novas vicissitudes. Por outro lado, não podemos sonegar a existência de um factor determinante para a menor capacidade de reacção da economia europeia à recessão da década de noventa: a reunificação alemã representou uma pesada factura que a economia deste país teve que suportar, diminuindo o ritmo de

---

15 Para o esclarecimento do significado ontológico do projecto da U.E.M., Ferreira (1997: 179-204).

50

crescimento da economia alemã e transportando fenómenos adversos que criaram importantes turbulências, não só naquele país mas em toda a Europa comunitária, por um efeito de arrastamento explicável pela inequívoca posição de liderança assumida pela Alemanha. As dificuldades que este país teve que enfrentar na sequência do processo de reunificação – que, recorde-se, ao contrário do estabelecido para a U.E.M. significou uma transição imediata, sem fases de adaptação, naquilo que certos autores qualificam como uma transição por «terapia de choque»<sup>16</sup> - veio adicionar um fenómeno de arrefecimento da economia europeia, verificando-se entre alguns Estados membros taxas negativas de crescimento. Esta desaceleração do crescimento era o terreno adequado para que as empresas tivessem que diminuir a produtividade, vendo-se obrigadas a dispensar alguma da mão-de-obra que se encontrava à sua disposição. Paralelamente, esta crise económica, que acabou por ser profunda e mais duradoura do que inicialmente estava previsto, traduziu-se num elemento de pressão incomportável para algumas empresas, que tiveram que encerrar as portas na sequência de falências, engrossando ainda mais a vaga de desemprego.

Assim pretendemos esclarecer que, na nossa perspectiva, as causas do desemprego que afligem a economia europeia devem ser encontradas mais em fenómenos estruturais, alimentados por uma circunstância localizada na reunificação alemã e nos custos que esse processo representou não só para o país em causa como para todos os Estados membros. Pense-se num vírus que estava instalado, mas inactivo, na economia europeia; e que a ocorrência da reunificação veio desencadear um conjunto de fenómenos que contribuíram para a activação do referido vírus, que logo tratou de inquinar a economia europeia com a maleita do desemprego.

Em todo este processo acabou por ressaltar à evidência o seguinte: que a Alemanha é, sem sombra de dúvidas, a locomotiva da economia europeia; que não se deve atribuir os males sociais que se corporizam na chaga do desemprego à política monetária privilegiada pelo *Bundesbank* e contagiada não só para os outros Estados membros como também para o próprio ideário da U.E.M.; e que, finalmente, não deve ser feita uma censura tão acérrima aos males do monetarismo, apenas porque a avaliação deve ser precedida de rigor e desprendida de afectividade político-ideológica, tratando de avaliar os efeitos estruturais que uma determinada política pode representar.

---

16Cf. De Grauwe (1992: 132).

Se nos desligarmos destes considerandos, importados da realidade dos factos e que poderiam sugerir um rumo errado do ideário da U.E.M., por ser excessivamente tributária de concepções monetaristas e insensível a preocupações de ordem social, chegamos ao fulcro da questão: ninguém pode duvidar do impacto positivo da estabilidade de preços para a economia da C.E.. Teríamos que recordar os ensinamentos básicos de qualquer manual de introdução à economia, salientando-se o factor de confiança que se instala entre os agentes económicos e que os convida a alimentar a actividade económica, o facto de elevadas taxas de inflação degradarem o valor real dos activos monetários que se constituem em poupanças, sendo nesta medida um convite ao desinvestimento e ao conseqüente abrandamento da actividade económica.

O princípio geral de estabilidade de preços que se encontra subjacente à U.E.M. é a chave do sucesso deste ambicioso projecto. Teremos que nos deter atenciosamente na seguinte constatação: sabemos que a Alemanha é (mau grado o retrocesso derivado da reunificação) um modelo de crescimento e de desenvolvimento que todos os Estados membros não hesitam em reconhecer como sendo paradigmático; sabemos que a Alemanha tem centrado a condução da sua política económica global numa política monetária que não dá tréguas ao combate à inflação; sabemos que a estabilidade de preços naquele país tem sido apontada como uma das causas do êxito da economia respectiva; e também sabemos que toda esta preocupação «doentia» em alcançar a estabilidade de preços é tão extremada que o referido objectivo tem consagração constitucional, amarrando o *Bundesbank* à realização de uma política que seja conforme com aquele objectivo superior. Em face de todas estas evidências, perguntamos: porque não reconhecer os méritos do modelo adoptado na Alemanha e aproveitá-lo, com as necessárias adaptações que sejam imperiosas para lidar com as especificidades dos demais Estados membros? Aqueles que tão preocupados se apresentam com o desemprego, considerando que a única causa se encontra nos excessos de monetarismo que preenchem os critérios de convergência nominal, decerto têm uma visão enviesada, porquanto se prendem unicamente a factores de natureza conjuntural, sonhando que a avaliação global deve ser feita em termos estruturais, mais direccionada para o médio e longo prazo. Decerto que não gostaríamos de voltar a ter taxas de inflação com dois dígitos, com o que tal fenómeno representa de instabilização da actividade económica. Quiçá nessa altura as mesmas pessoas que hoje arvoram a bandeira do desemprego teriam a tentação de cantar um fado nostálgico às virtudes do catecismo monetarista!

6. Em conseqüência do clima de estabilidade de preços que se irá instalar, estão criadas as condições para uma diminuição das taxas de juro e sua

90

posterior estabilização em torno de um certo referencial. O nível de taxas de juro que é praticado no mercado depende de uma complexidade de factores que interactuam entre si, mas é possível destacar os seguintes, determinantes para a consolidação de uma certa taxa de juro: o banco central fixa a taxa de desconto, tendo em mente a taxa de inflação esperada, para obviar a um indesejado fenómeno de absorção de rendas por parte de uma inflação acima do expectável; posteriormente, os bancos centrais tomam em consideração a taxa de desconto praticada pelas autoridades monetárias e acrescentam-lhe uns pontos percentuais, assim apresentando o seu tarifário de remuneração de dinheiro. Em face da dinâmica vertente, aparecem com nitidez duas importantes conclusões: quanto mais baixa for a taxa de inflação, mais reduzida é a taxa de juro praticada pela banca comercial; quanto mais estáveis forem os preços em geral (num ambiente caracterizado pela baixa inflação), mais estáveis serão igualmente as taxas de juro.

A identificação destas duas conclusões é suficiente para esclarecer o impacto que delas resulta para os agentes económicos. Com reduzidas taxas de inflação, é mais barato pedir dinheiro emprestado a outrém, desencadeando-se um processo de multiplicação dos pedidos de crédito para investimento e consumo. São de relevância acrescida os pedidos de crédito aproveitados para efeitos de investimento (renovação, substituição ou novos investimentos), com o que eles acrescentam de válido à actividade económica, que despertará para um ciclo de prosperidade.

#### BIBLIOGRAFIA

CUNHA, Paulo de Pitta e, «A União Económica e Monetária e o objectivo da moeda única», in AA.VV., *Em torno da revisão do Tratado da União Europeia*, Coimbra: Almedina, 1997.

DE GRAUWE, Paul, *The Economics of Monetary Integration*, Oxford: Oxford University Press, 1992.

EICHENGREEN, Barry e Fabio GHIRONI, «European monetary unification: the challenges ahead», in TORRES, Francisco (ed.), *Monetary Reform in Europe – an analysis of the issues and proposals for the Intergovernmental Conference*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 1996.

**502** EMERSON, Michael e C. HUHNE, *The Ecu Report*, London: Pan Books, 1991.

EUROPEAN COMMISSION, *On the practical arrangements for the introduction of the single currency*, Brussels: Office for the Official Publications of the European Communities, 1996.

FERREIRA, Eduardo Paz, «A Constituição Económica e a União Económica e Monetária: da construção do socialismo ao credo monetarista», in AA.VV., *Em torno da revisão do Tratado da União Europeia*, Coimbra: Almedina, 1997.

FRATTIANNI, Michele e Jürgen VON HAGEN, *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder: Westview, 1992.

LARANJEIRO, Carlos, «Os passos da União Económica e Monetária», in AA.VV., *A União Europeia*, Coimbra: Curso de Estudos Europeus, 1994.

LEIBENSTEIN, Harvey, «Allocative Efficiency versus X-Efficiency», in *The American Economic Review*, vol. 56, 1966.

PORTO, Manuel, *Teoria da Integração e Políticas Comunitárias*, Coimbra: Almedina, 1997.

TORRES, Francisco, «The political economy of monetary reform in Europe», in TORRES, Francisco (ed.), *Monetary Reform in Europe – an analysis of the issues and proposals for the Intergovernmental Conference*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 1996.

VILA MAIOR, Paulo, *União Económica e Monetária – ilusão ou realidade*, dissertação de mestrado em Integração Europeia pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1995.