

O ESTRANHO CASO DO ATAQUE À EUROZONA: DE QUEM É A CULPA?

ÓSCAR AFONSO / RUI HENRIQUE ALVES¹
Universidade de Porto

Recebido: 29 de fevereiro de 2012

Aceitado: 7 de maio de 2012

Resumo: Nos últimos meses, a zona euro tem estado debaixo do fogo dos mercados financeiros, com os especuladores a serem acusados de uma espécie de conspiração cujo objectivo último seria a desintegração do projecto europeu de União Económica e Monetária (UEM).

Neste artigo discutimos as verdadeiras razões que conduziram a esta situação, com referência especial a quatro aspectos cujo debate se mantém em aberto desde o início da década de 90 do século XX: convergência nominal versus convergência real; necessidade –ou não– de coordenação das políticas orçamentais nacionais; mecanismos de ajustamento a choques específicos e teoria das áreas monetárias óptimas; e necessidade –ou não– de progressos no domínio da integração política. Utilizando dados sobre o caso de Portugal, evidenciamos que, em vários destes tópicos, a construção da UEM continua a revelar diversas fraquezas, as quais estarão na base da actual situação de instabilidade. Nesse contexto, apresentamos diversas sugestões para o fortalecimento da zona euro, particularmente no que se refere à sua governação económica.

Palavras chave: Euro / UEM / Áreas monetárias óptimas / Estabilização macroeconómica / União política.

THE STRANGE CASE OF THE ATTACK ON THE EURO AREA: WHO IS TO BLAME?

Abstract: In recent months, the euro area has been under fire from the financial markets, speculators being blamed for the mounting of a kind of conspiracy whose ultimate goal would be the disintegration of the project's Economic and Monetary Union (EMU).

In this paper, we discuss the true reasons of this situation with reference to four issues which the debate remains open since the early 90s: nominal convergence versus real convergence; need (or not) for the coordination of fiscal policies; adjustment mechanisms to specific shocks and the theory of optimum currency areas; and need (or not) for further progress in political integration. Using data on the Portuguese case, we argue that, on several of these topics, the present framework of the EMU still reveals many weaknesses, which would underpin the current unstable situation. In this context, we present some suggestions for strengthening the euro area, particularly in terms of its economic governance.

Keywords: Euro / EMU / Optimum currency areas / Macroeconomic stabilization / Political union.

1. INTRODUÇÃO

Um dos mais notáveis escritores de livros policiais do século XX, de nome Erle Stanley Gardner (1889-1970), publicou, ao longo de quarenta anos, quase nove dezenas de obras com o título de “O Estranho Caso de...”².

Nestas obras, surgia um crime e um aparente criminoso “perfeito”, aquele para o qual toda a evidência parecia apontar para que fosse o responsável. Não se trata-

¹ Os autores, professores da Faculdade de Economia da Universidade de Porto, são membros do Centro de Economia e Finanças desta Universidade (CEF.UP) e do Núcleo de Investigação em Finanças Públicas e Política Monetária (NIFIP).

² <<http://kirjasto.sci.fi/gardner.htm>>. 25 de fevereiro de 2012.

va, contudo, do “verdadeiro” culpado, o qual só era conhecido no final da obra, graças sempre a surpreendentes reviravoltas, lideradas por um advogado criminal de cariz excepcional, chamado Perry Mason.

Nos últimos meses, a zona euro tem estado debaixo de fogo nos mercados financeiros, num facto que, com alguma analogia, se poderia referir como um “crime”, cujo criminoso “perfeito” também seria fácil de descortinar. Neste caso, a culpa seria aparentemente dos especuladores, cuja actuação, começando por visar os países mais frágeis –e, em particular, a sua dívida pública–, teria eventualmente por finalidade última a desintegração do projecto europeu de união económica e monetária (UEM).

Ora, tal como sucedia nos livros de Erle Stanley Gardner, parece legítimo questionar se os verdadeiros culpados são os especuladores e a sua actuação. De facto, os especuladores formulam expectativas, actuam com base nas mesmas, tentando obter lucros, naturalmente assumindo riscos. Ao fazer isto, os especuladores apenas levam a cabo o seu trabalho normal, isento de qualquer motivo especulativo.

A verdade é que a actuação dos especuladores nos mercados financeiros pode conduzir a resultados particularmente duros. Em particular, se muitos agentes procederem de forma idêntica e/ou envolvendo operações de montante significativo, as expectativas tenderão a tornar-se realidade. A verdadeira questão centrar-se-á em saber o que levou à formação de expectativas com uma credibilidade aparentemente tão forte que tenha conduzido diversos agentes económicos a especular contra diversos países da zona euro e, em última análise, contra a própria moeda única europeia.

Dito de outro modo, parece poder detectar-se motivos para investigar as verdadeiras razões que estão por detrás da instabilidade vivida pela zona euro, bem como para averiguar se haverá condições para uma importante reviravolta na situação, liderada por personalidades políticas e económicas de relevo. Esse é o objectivo principal do presente artigo, no qual se pretende analisar as razões reais dos problemas experienciados pela zona euro nos últimos 2/3 anos.

A discussão faz-se no quadro de um conjunto de aspectos fundamentais que têm estado no centro de um debate aberto pelo menos desde a década de 90 do século XX. O primeiro, tratado na secção 2, reporta-se aos mecanismos de ajustamento perante choques assimétricos, no quadro de uma união monetária, e tem particular relação com a teoria das áreas monetárias óptimas. O segundo, objecto da secção 3, refere-se à necessidade –ou não– de coordenação das políticas orçamentais nacionais no quadro da zona euro. O terceiro, abordado na secção 4, diz respeito ao tipo de convergência –nominal e/ou real– necessário para a estabilidade de uma união monetária e é discutido particularmente com recurso a elementos estatísticos sobre o caso português, objecto da secção 5. O artigo conclui com a tentativa de identificação dos reais “culpados” e, nesse contexto, com um conjunto de sugestões para o fortalecimento da zona euro, em especial da sua governação económica.

2. MECANISMOS DE AJUSTAMENTO E TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓPTIMAS

Como é largamente conhecido, o custo mais significativo associado à constituição de uma união monetária corresponde à redução do número de instrumentos de política macroeconómica ao dispor das autoridades nacionais (De Grauwe, 2009). Assim, a participação num projecto como a UEM europeia encerra a perda da possibilidade de utilização da taxa de câmbio nominal como instrumento de política de estabilização, num contexto em que outro instrumento foi igualmente perdido, a utilização da taxa de juro no quadro da política monetária (Alves e Afonso, 2007).

Esta restrição não aporta problemas significativos no caso de emergirem choques de natureza simétrica, isto é, choques que afectem todos os países da área monetária no mesmo sentido e idêntica dimensão. Nesse caso, o banco central supranacional pode conduzir a política monetária de acordo com o indicado para toda a zona e influenciar –ou determinar– o andamento do valor da moeda comum nos mercados cambiais, mantendo-se disponíveis todos os instrumentos tradicionais da política de estabilização (Baldwin e Wyplosz, 2009).

A questão pode tornar-se relevante no caso de ocorrência de choques assimétricos, isto é, que afectem de modo distinto diversos países da área monetária, e particularmente de choques específicos, isto é, que afetem apenas um dos países. Nestes casos, os instrumentos de política monetária e de política cambial não podem ser usados. Restam, então, para o combate ao choque, os mecanismos de política orçamental, cuja utilização pode, contudo, estar restringida, como no caso europeu, por força da necessidade de assegurar disciplina orçamental e evitar os efeitos externos do mau comportamento orçamental de algum(ns).

A importância do custo derivado da perda do instrumento cambial dependeria da probabilidade de ocorrência de choques assimétricos e específicos (a qual, no caso europeu e segundo o Relatório Emerson (Emerson *et al*, 1992), se iria reduzindo à medida que o próprio processo de integração avançasse), bem como da existência e operacionalidade de mecanismos de ajustamento que surgissem como alternativa ao uso da política cambial (Barbosa e Alves, 2011).

Este aspecto tem estado no centro da discussão promovida no contexto da chamada teoria das áreas monetárias óptimas, desde os trabalhos seminais de Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969), a trabalhos recentes de elevada qualidade como os de Mongelli (2008) e Campolmi e Faia (2011)³. Assim, chama-se a atenção para diversos aspectos que poderiam conduzir a uma minimização dos custos da ocorrência de choques assimétricos, nomeadamente uma elevada mobilidade do factor trabalho, a existência de sistemas compensatórios de transferências fiscais ou orçamentais entre países e a flexibilidade de salários e preços, ou seja, dos mercados de trabalho e de bens e serviços.

³ Para um sumário dos principais trabalhos e conclusões neste domínio, consulte-se, por exemplo, Barbosa e Alves (2011)

Ora, com evidenciam Barbosa e Alves (2011), tais mecanismos de “escape” estão longe de ter a dimensão adequada no caso europeu. Assim, desde logo, observa-se um nível reduzido de mobilidade intra-europeia do factor trabalho, ainda que com tendência a aumentar no futuro próximo, o que faz com que o aumento do desemprego resultante de um choque negativo específico a um dado país não possa facilmente resolver-se com a emigração de trabalhadores desse para outro país não afectado.

Por outro lado, não existe –nem é previsível que venha a constituir-se no futuro próximo– um sistema de transferências orçamentais que possa promover a compensação dos custos do choque a partir de contribuições dos países não afectados, algo que é agravado, no caso europeu, pelo facto de o orçamento comunitário ser de dimensão muito reduzida –cerca de 1% do PIB da UE–. Por último, em alguns Estados-Membros, os mercados de trabalho evidenciam ainda fortes limitações em termos de flexibilidade, o mesmo acontecendo, ainda que em menor grau, com os mercados de alguns bens e serviços.

Este conjunto de elementos permite afirmar que a zona euro não é uma área monetária óptima e, como tal, não é suficientemente reduzida a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos nem suficientemente reduzida a probabilidade de os mesmos determinarem custos significativos, traduzidos em aumento do desemprego e recessão, na falta do instrumento cambial. Mais ainda, estes custos podem ser agravados pelas restrições à utilização contra-cíclica da política orçamental nacional, por força das regras impostas no sentido da promoção da disciplina orçamental no contexto da UEM.

3. DISCIPLINA ORÇAMENTAL VERSUS COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS ORÇAMENTAIS NACIONAIS

Conforme é igualmente conhecido, a constituição da UEM europeia foi acompanhada por soluções distintas para as políticas monetária e orçamental. No primeiro caso, a solução passou necessariamente pela constituição de uma instituição supranacional que passou a conduzir uma política monetária comum. No segundo caso, a solução adoptada passou pela manutenção da política orçamental nas mãos dos governos nacionais, por razões de maior facilidade política, de manutenção de um instrumento nacional de política para combate aos efeitos de choques específicos ou de resposta a preferências particulares da economia e da sociedade nacionais (Alves, 2009).

A manutenção da política orçamental na esfera dos governos nacionais exigiria dois tipos de restrições para evitar alguns problemas. Por um lado, por forma a evitar eventuais efeitos externos negativos decorrente do mau comportamento orçamental de algum Estado, nomeadamente a subida das taxas de juro na zona euro e pressões para flexibilização da política monetária comum, deveriam ser definidas regras de disciplina orçamental. Tal foi e tem sido feito, através das limitações aos

pesos do défice público e da dívida pública no PIB (Tratado da União Europeia, 1992), da exigência de equilíbrio orçamental no médio prazo e sanções para incumprimento (European Council, 1997, 2005) e, mais recentemente, com a futura obrigatoriedade de obtenção de défice estrutural não superior a 0,5% do PIB (Treaty on Stability, 2012).

Por outro lado, por forma a assegurar um *policy mix* adequado à maximização do bem-estar social na união monetária, as políticas orçamentais nacionais deveriam ser objecto de coordenação. Tal foi consagrado no Tratado da União Europeia (1992), indo, de algum modo, ao encontro das propostas iniciais do Relatório Delors (Comité pour l'Étude de l'Union Économique et Monétaire, 1989).

A realidade tem vindo a mostrar, contudo, um desfazamento significativo entre as duas vertentes que se deveria alcançar. Assim, a preocupação fundamental tem sido, claramente, a disciplina orçamental, como se observa pelo reforço sucessivo dos normativos que lhe dizem respeito e apesar das diversas críticas que os mesmos têm sofrido⁴.

Já a coordenação tem sido objecto de bem menor preocupação e tem tido resultados muito aquém do que seria desejável: bons exemplos disso mesmo podem encontrar-se nas dificuldades de obtenção de uma resposta comum europeia à crise financeira e económica pós 2008 ou na incapacidade de apresentar uma resposta rápida e eficaz perante o agravamento da crise da dívida soberana. A verdade é que o próprio enquadramento institucional do processo de coordenação, saído do Tratado da União Europeia (1992), parece inadequado, por excessivamente complexo e burocrático, para além de não conter sanções para eventuais incumprimentos (Alves e Afonso, 2008).

Esta diferença de tratamento dos domínios das regras de disciplina e da coordenação de políticas, contrária às referidas propostas do Relatório Delors, acaba por, juntamente com os Estatutos do Banco Central Europeu e as pressões da liderança alemã na zona euro, estar fortemente na base de um enviesamento de preferências de política macroeconómica. No seu conjunto, esta tem estado claramente voltada para o combate à inflação e com insuficiente preocupação com o crescimento económico e o emprego, o que se torna particularmente mais gravoso para as economias mais débeis da área monetária e, conforme se referirá adiante, estará a fomentar alguma da especulação contra as mesmas.

4. CONVERGÊNCIA NOMINAL *VERSUS* CONVERGÊNCIA REAL

A redução da probabilidade de ocorrência de choques assimétricos ou específicos, conforme se observou na secção 2, faz-se mediante a convergência das economias. De facto, economias com características semelhantes tenderão a reagir de

⁴ Como exemplos claros, entre outros, Buitet *et al* (1993), Arestis *et al* (2001), Pisani-Ferry (2004) ou Wyplosz (2005).

forma idêntica a perturbações exógenas e poderão beneficiar, no combate aos efeitos negativos das mesmas, de políticas macroeconómicas comuns.

Dito de outro modo, o funcionamento estável de uma união monetária apresenta como requisito essencial a convergência das economias dos países participantes. A questão que então se levanta é a de saber de que tipo de convergência estamos a falar, se da convergência nominal –i.e., a aproximação em termos dos valores das principais variáveis nominais da economia, nomeadamente das taxas de inflação e das taxas de juro–, se da convergência real –i.e., a aproximação em termos de variáveis representativas do nível de vida, com particular destaque para o PIB *per capita*–.

O debate a este nível continua em aberto. Parece consensual a necessidade de convergência nominal, em particular do nível de taxas de inflação: se num país membro da união monetária o ritmo de crescimento dos preços for bastante superior à média, tal facto encerrará um problema de competitividade que não poderá ser resolvido à custa da variação do valor nominal da respectiva moeda (De Grauwe, 2009). Já a necessidade prévia de convergência real tem sido mais polémica, com alguns autores a considerarem que é indispensável (Kröger e Redonnet, 2001), outros a sugerirem que –pelo menos alguma– é necessária à garantia da convergência nominal (Herrmann e Jochem, 2003; Bukowski, 2006), outros ainda a admitirem simplesmente que a convergência nominal acabará por determinar também a convergência real (Buti e Sapir, 1998; Marelli e Signorelli, 2010).

Esta última parece ter sido a perspectiva seguida no contexto do processo europeu de integração monetária, em parte significativa correspondendo a uma espécie de vitória das teses pró-monetaristas que eram maioritárias aquando da consagração institucional da moeda única no Tratado da União Europeia, em 1992. Tal é facilmente perceptível através da análise dos –discutíveis– critérios de participação na moeda única, todos eles correspondentes à vertente de convergência nominal –taxa de inflação, taxa de juro, disciplina orçamental–.

A verdade, contudo, é que a convergência real não seguiu a convergência nominal e o caso de Portugal, para o qual se apresentam de seguida alguns indicadores fundamentais, é um excelente exemplo desse facto e das consequências que daí decorrem, num contexto agravado por insuficiente coordenação de políticas, excessiva atenção à inflação e inexistência de mecanismos alternativos de ajustamento no caso de choques assimétricos.

A insuficiente convergência real, no quadro descrito, acarretou problemas significativos para os países mais pobres dentro da UEM. Estes não puderam usar mais a taxa de câmbio nominal para recuperar competitividade, enquanto que usaram a descida das taxas de juro –concomitante ao processo de convergência nominal– para alargar o nível de endividamento, tanto ao nível público como privado. A par com isso, não terão realizado os ajustamentos adequados ao novo enquadramento relativo à política macroeconómica.

Neste contexto, os especuladores terão começado a acreditar que os países em causa –como Portugal ou a Grécia– não teriam hipótese de cumprir as suas obrigações, pelo que decidiram vender títulos de dívida pública e não tomar novos ou então exigir um nível superior de taxas de juro. A capacidade de refinanciamento da dívida pública por parte dos países em causa foi-se degradando, a par com a baixa dos seus *ratings*. O processo foi-se agravando, numa espécie de “bola de neve”, com o crescimento do risco de *default*, a possibilidade de contágio alargado e a clara falta de capacidade de decisão política dos principais actores na cena europeia.

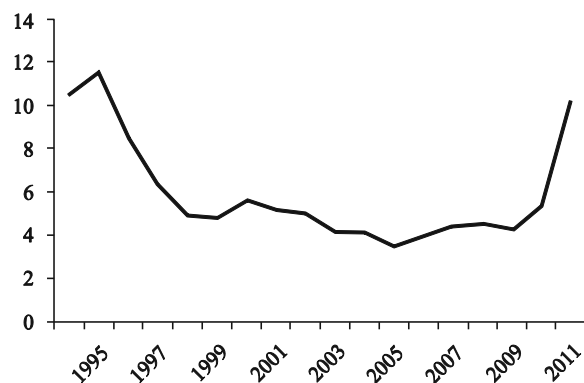
5. O CASO DE PORTUGAL

Os gráficos 1 e 2 evidenciam claramente que, no caso português, a convergência real não acompanhou a convergência nominal. Assim, enquanto a taxa de inflação desceu significativamente ao longo da década de 90 do século XX, acompanhando-se de uma descida muito forte das taxas de juro (gráfico 1), o nível relativo de PIB per capita desceu a partir da criação da moeda única (gráfico 2), invertendo um caminho de significativa convergência real que ocorria desde a adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (CEE) em 1986.

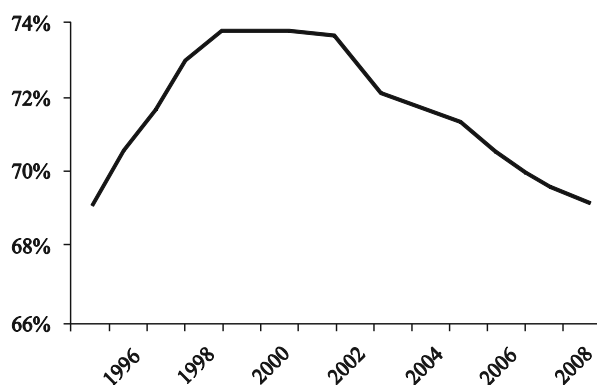
Ou seja, ao contrário do que sucedeu nos anos posteriores à adesão à CEE, a adaptação da economia portuguesa à moeda única não foi tão claramente positiva. Desde 1999, a economia portuguesa divergiu em termos reais face aos seus parceiros da UE-15 e da zona euro. No mesmo período de tempo e pelo menos até à emergência da crise financeira (2008), outros países (Espanha, Irlanda, novos aderentes de 2004) evidenciaram um comportamento bem mais positivo.

As razões para este comportamento podem ser procuradas nas dificuldades de adaptação ao novo contexto determinado pela entrada na UEM, em particular no que respeita à condução das políticas orçamental e de rendimentos, agravadas pelas dificuldades criadas pelo alargamento de 2004-2007, com a entrada de diversos países pertencentes ao ex-Bloco de Leste, e pela maior penetração no mercado europeu de países de *low-cost* ou de “baixo rendimento” (nomeadamente a China), na sequência da conclusão do Uruguay Round (1994) e da adesão da China à Organização Mundial de Comércio.

A política de rendimentos deveria ter sido conduzida de forma a impedir o aumento dos custos unitários de trabalho (CUT) acima do ocorrido nos parceiros comerciais, tendo em conta a impossibilidade de usar a taxa de câmbio e o acréscimo de concorrência por parte dos referidos países *low-cost*. Contudo e como se vislumbra na tabela 1, os custos unitários de trabalho em Portugal continuaram a crescer acima dos parceiros da UE, determinando a elevação da taxa de câmbio real e, como tal, uma relevante perda de competitividade dos bens e serviços portugueses.

Gráfico 1.- Convergência nominal: evolução das taxas de juro de longo prazo

FONTE: OCDE.

Gráfico 2.- Convergência real: PIB *per capita* (Portugal *versus* zona euro)

FONTE: OCDE.

Tabela 1.- Taxa de câmbio nominal *versus* taxa de câmbio real

| PERIODO | TAXA EFECTIVA DE CÂMBIO NOMINAL (variação anual) | CUSTOS LABORAIS EM PORTUGAL MENOS OS CUSTOS TRABALHISTAS EM PARCEIROS | TAXA EFECTIVA DE CÂMBIO REAL (variação anual) |
|-----------|--|---|---|
| 1993-1998 | -2,1 | 2,0 | -0,1 |
| 1999-2006 | | 1,3 | 1,3 |

FONTES: OCDE e Banco de Portugal.

A evolução dos custos unitários de trabalho contrária ao desejável decorreu sobretudo de um crescimento muito insuficiente da produtividade, o qual ficou bem aquém do que seria necessário para permitir alguma aproximação salarial sem perda de competitividade, como é revelado na tabela 2.

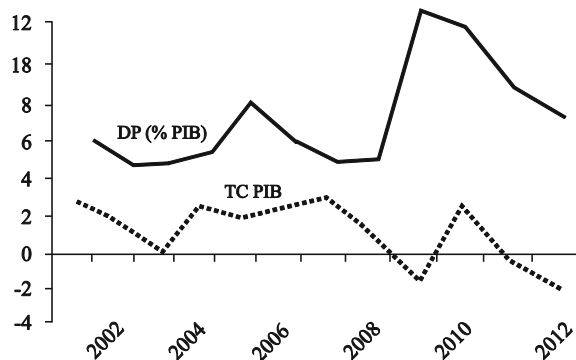
Tabela 2.- Desagregação do crescimento dos custos unitários de trabalho, 1999-2006

| | TAXA DE CRESCIMENTO MÉDIA ANUAL (%) | | |
|-----------|-------------------------------------|---------------|------------------------------------|
| | Remunerações nominais | Produtividade | Custos unitários de trabalho (CUT) |
| Portugal | 3,8 | 1,0 | 2,8 |
| Zona euro | 2,3 | 0,8 | 1,5 |

FONTE: Banco de Portugal.

No que respeita à política orçamental, esta deveria ter sido conduzida de forma a, em períodos bons, conseguir margem de manobra para intervenção em períodos difíceis, permitindo a sua utilização enquanto instrumento de combate aos efeitos negativos decorrentes de eventuais choques específicos.

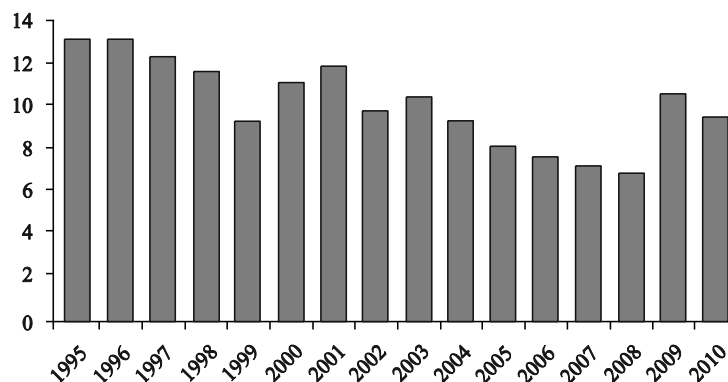
No entanto e como é evidenciado pela gráfico 3, a política orçamental portuguesa no período pós-1995 –início da preparação para a moeda única– foi essencialmente pró-cíclica. Assim, a descida da taxa de juro da dívida pública foi aproveitada essencialmente para aumentar a despesa pública em período de expansão, tendo como resultado um descontrolo orçamental importante que obrigou –e obriga no momento presente– a políticas restritivas em altura de recessão.

Gráfico 3.- Evolução da política orçamental em Portugal

NOTA: DP (% PIB): Déficit público (% PIB); TC PIB: Taxa de crescimento do PIB.

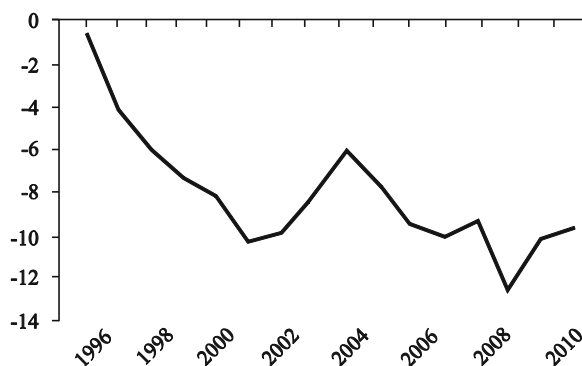
FONTES: OCDE e Banco de Portugal.

Tal como o Estado, também os agentes económicos privados elevaram de forma substancial o seu nível de endividamento, na sequência da descida das taxas de juro. Como consequência, o peso da poupança privada no PIB decresceu substancialmente, alcançando os níveis mais baixos da história económica portuguesa recente (gráfico 4).

Gráfico 4.- Poupança privada (% PIB)

FONTE: OCDE.

A conjugação da redução do nível de poupança da nação com a perda de competitividade comercial determinou uma deterioração profunda das contas externas, em particular do saldo da balança corrente. Como o gráfico 5 evidencia, este saldo foi sistematicamente negativo após 1995, atingindo em diversos anos valores da ordem dos 10% do PIB.

Gráfico 5.- Saldo da balança corrente (% PIB)

FONTE: OCDE.

Como consequência, a dívida externa líquida portuguesa teve uma evolução explosiva após 1995, passando de valores inferiores a 10% do PIB naquela altura para mais de 100% do PIB na actualidade (gráfico 6).

Como é sabido, a persistência de elevados défices correntes não é possível no longo prazo, pelo que, mais tarde ou mais cedo, a situação obrigaria a um ajustamento provavelmente doloroso. Esta necessidade acabaria por ser adiada no contexto de um longo período de acesso fácil ao crédito nos mercados financeiros in-

ternacionais. Contudo, a emergência da crise financeira em 2008 e as concomitantes restrições de quantidade e custo de crédito acabaram por precipitar a necessidade de correcção dos elevados desequilíbrios macroeconómicos portugueses, no quadro do recurso à assistência financeira externa, proporcionada pelas instituições europeias e pelo Fundo Monetário Internacional.



NOTA: DEL (% PIB): Dívida externa líquida (% do PIB).

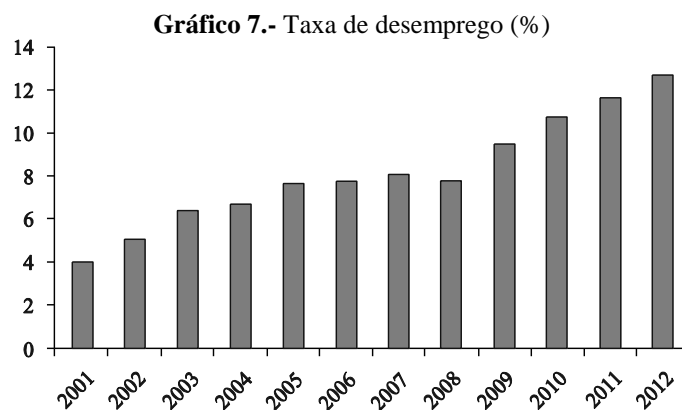
FONTE: Banco de Portugal.

O programa de ajustamento, em curso desde meados de 2011, combina políticas restritivas ao nível orçamental e de rendimentos, incluindo forte contenção salarial, queda do rendimento disponível, elevação de impostos e redução da despesa pública, com a necessidade de adopção de “reformas estruturais” em diversas áreas, como a saúde, a educação, a justiça e os mercados imobiliário e de trabalho (Memorandum of Understanding, 2011).

O programa em causa visa a redução das necessidades de financiamento da economia portuguesa. Assim, as políticas restritivas devem levar à queda do rendimento disponível e, portanto, à contracção das importações, enquanto a redução dos níveis do défice e da dívida pública deverão permitir ao Estado regressar aos mercados financeiros internacionais. Por fim, espera-se que as políticas estruturais permitam elevar a competitividade da economia portuguesa, estimulando as exportações e reduzindo as importações, exercendo um papel semelhante ao jogado pela desvalorização cambial –presente nos programas de ajustamento implementados sob a égide do FMI em 1977-1979 e 1983-1985–, embora num período de tempo mais comprido e com efeitos mais permanentes.

As medidas em curso não deixarão, contudo, de provocar custos muito significativos. Assim, as previsões apontam para que o PIB real continue a decrescer em 2012, após quebra ocorrida em 2011, assim como para uma continuação do processo de divergência real face à média da zona euro e para o agravamento da taxa de

desemprego (gráfico 7), com potencial de criação de importantes problemas sociais.



FONTE: OCDE.

Neste contexto, admite-se já que o programa de ajustamento possa ter de ser revisto, acompanhando uma eventual impossibilidade de regresso do Estado português aos mercados financeiros internacionais em 2013, pois que uma parte significativa das razões que determinaram a perda de credibilidade do País perante os investidores e os especuladores internacionais se mantém, com as perspectivas de fraco crescimento económico a acentuarem as dúvidas quanto à capacidade futura de cumprimento das obrigações associadas à dívida pública.

6. EM CONCLUSÃO

Os elementos apresentados ao longo deste artigo, com particular destaque para os dados relativos à evolução recente da economia portuguesa, permitem concluir que a culpa do “ataque” à zona euro não deve ser procurada na actuação dos especuladores. Tal como nos livros de Gardner, o “verdadeiro” criminoso não corresponde ao “perfeito” criminoso inicialmente identificado.

No caso presente, o “verdadeiro” criminoso parece ser o actual enquadramento institucional da UEM. Assim, diversas debilidades que o mesmo apresenta terão induzido à actuação dos especuladores, visando sobretudo as economias mais frágeis e, por efeito de contágio, produzindo efeitos sobre a estabilidade de toda a área. Num contexto marcado pela falta de mecanismos de ajustamento alternativos ao uso da taxa de câmbio nominal, pela insuficiente atenção atribuída à coordenação das políticas orçamentais nacionais e pela excessiva tendência pró-estabilidade dos preços –fruto claro do domínio alemão–, a insuficiente importância atribuída à convergência nominal como possível condição prévia para a participação na moeda

única, junto com erros no processo de adequação ao novo contexto macroeconómico, revelou-se –quase– fatal para algumas economias.

O caso português é, a esse nível, particularmente ilustrativo. Após a entrada na moeda única, a economia voltou a divergir significativamente em termos reais face à média europeia. A descida das taxas de juro, fruto mais evidente da convergência nominal, induziu todos os agentes económicos a um excessivo endividamento. O resultado foi um conjunto de importantes desequilíbrios macroeconómicos que, num primeiro momento, incentivaram os ataques especulativos à dívida pública portuguesa e, numa segunda fase, acabaram por obrigar à implementação de um programa de ajustamento bastante restritivo e de efeitos ainda incertos, mas com custos significativos ao nível do produto e do emprego.

Como referido no início, a parte final dos livros de Gardner apresenta sempre reviravoltas surpreendentes. Infelizmente, no caso europeu e na falta de líderes políticos excepcionais, que pudessem jogar um papel análogo ao de Perry Mason naquelas obras, não parece expectável uma alteração relevante nos tempos mais próximos. Aliás, apesar de algumas medidas importantes tomadas em Cimeiras recentes –como a criação do “semestre europeu” ou o reforço das medidas tendentes à coordenação e disciplina orçamental), a actuação ao nível europeu continua a caracterizar-se pela excessiva demora e pela reduzida importância atribuída às políticas de crescimento e emprego (em detrimento das políticas de forte austeridade).

Em todo o caso, é possível avançar algumas sugestões para o fortalecimento da zona euro, em particular ao nível da sua governação económica, que possam evitar a repetição futura de situações como as descritas ao longo deste artigo, credibilizando expectativas de evolução estável da zona euro e desincentivando ataques especulativos. Entre outras, as seguintes acções afiguram-se relevantes:

- Uma revisão do enquadramento relativo à coordenação das políticas orçamentais nacionais, tornando-o menos burocrático e mais efectivo e assim contribuindo para a redução da probabilidade de emergência de problemas orçamentais e para a obtenção de um *policy mix* adequado no quadro da área euro.
- O reforço da vigilância sobre a disciplina orçamental, impedindo a repetição de surpresas negativas, como as registadas no caso da Grécia (com sucessivos dados estatísticos a revelarem-se totalmente incorrectos), e assim contribuindo para uma maior estabilidade de toda a área monetária.
- Uma redução do enviesamento pró estabilidade de preços e uma maior atenção às questões do crescimento económico, cujo nível é claramente tido em conta pelos especuladores (e por outros participantes nos mercados financeiros) como essencial para o cumprimento das obrigações dos países no médio-longo prazo.
- A criação de incentivos para verdadeiras reformas estruturais, particularmente nos mercados de trabalho, que facilitem o funcionamento de mecanismos de ajustamento face a choques económicos, num contexto de impossibilidade de uso do instrumento cambial.

- A criação de um mecanismo (limitado) de assistência em face de choques assimétricos, reduzindo os custos associados à ocorrência destes.

Em todo o caso, dificilmente todo este esforço terá os resultados pretendidos no caso de não existirem maiores avanços rumo a uma verdadeira união política europeia, que diminuam a enorme distância entre os níveis de integração económica e de integração política. Nas palavras de Padoa-Schioppa (1999), o euro corresponde ao estranho caso de “*una moneta senza Stato*”, numa situação que reduz claramente as possibilidades de intervenção de política macroeconómica. Assim, só a concretização de uma verdadeira unidade política na zona euro poderá conduzir a uma situação de efectiva estabilidade, requerendo a criação de um governo económico europeu num primeiro momento e uma eventual evolução para um modelo de federalismo político depois, num contexto de forte descentralização (Alves, 2009).

REFERÊNCIAS

- ALVES, R.H. (2009): *A Europa no pós-euro: desafios e respostas*. Porto: Vida Económica.
- ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2007): “The New Stability and growth Pact: More Flexible, Less Stupid?”, *Intereconomics*, 42 (4), pp. 218-225.
- ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2008): “Fiscal Federalism in the European Union: How Far Are We?”, en J. Ferreiro, G. Fontana e F. Serrano [ed.]: *Fiscal Policy in the EU*, pp. 6-24. Palgrave Macmillan.
- ARESTIS, P.; MCKAULEY, K.; SAWYER, M. (2001): “An Alternative Stability Pact for the European Union”, *Cambridge Journal of Economics*, 25 (1), pp. 113-130.
- BALDWIN, R.; WYPLOSZ, C. (2009): *The Economics of the European Union*. McGraw Hill.
- BARBOSA, J.R.; ALVES, R.H. (2011): “The Euro Area Ten Years After Its Creation: (Divergent) Competitiveness and the Optimum Currency Area Theory”, *Panaeconomicus*, 58 (5), (Special Issue), pp. 605-629.
- BUITER, W.; CORSETTI, G.; ROUBINI, N. (1993): “Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht”, *Economic Policy: A European Forum*, 16, pp. 58-100.
- BUKOWSKI, S. (2006): *The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU*. (Quaderni del Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica, 24/2006). Perugia: Università di Perugia, Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica.
- BUTI, M.; SAPIR, A. (1998): *Economic Policy in EMU*. Oxford: Clarendon Press.
- CAMPOLMI, A.; FAIA, E. (2011): “Labor Market Institutions and Inflation Volatility in the Euro Area”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35 (5), pp. 793-812.
- COMITÉ POUR L'ÉTUDE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE (1989): *Rapport sur l'Union Économique et Monétaire dans la Communauté. (Informe Delors)*. Luxembourg: Office des Publications de la CEE.
- DE GRAUWE, P. (2009): *The Economics of Monetary Integration*. Oxford: Oxford University Press.
- EMERSON, M.; GROS, D.; ITALIANER, A.; PISANI-FERRY, J.; REICHENBACH, H. (1992): *One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.

- EUROPEAN COUNCIL (1997): Resolution on the European Council of the Stability and Growth Pact. *Official Journal of the European Communities*, C 236/1, de 02/08/97.
- EUROPEAN COUNCIL (2005): *Presidency Conclusions, European Council Brussels*. (Concl. 1, 7619/1/05). Brussels: Council of the European Union.
- HERRMANN, S.; JOCHEM, A. (2003): “Real and Nominal Convergence in the Central and East European Accession Countries”, *Intereconomics*, 38 (6), pp. 323-327.
- KENEN, P (1969): “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, en R. Mundell e A. Swoboda [ed.]: *Monetary Problems in the International Economy*, pp. 41-54. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- KRÖGER, J.; REDONNET, D. (2001): “Exchange Rate Regimes and Economic Integration: The Case of the Accession Countries”, *CESifo Forum* 2 (2), pp. 6-13.
- MARELLI, E.; SIGNORELLI, M. (2010): “Institutional, Nominal and Real Convergence in Europe”, *Banks and Bank Systems*, 5 (2), pp. 140-155.
- MCKINNON, R. (1963): “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 53 (4), pp. 509-517.
- MONGELLI, F.P. (2008): *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*. (Economic Papers, 302). Brussels: European Commission, Economic and Financial Affairs, Directorate General.
- MUNDELL, R. (1961): “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1999): *Moneta, commercio, istituzioni: esperienze e prospettive della costruzione europea*. (Mimeo). Trieste: Università di Trieste.
- PISANI-FERRY, J. (2004): “Reforming the SGP: Does it Matter? What Should be Done?”, en R. Liddle e M.J. Rodrigues [ed.]: *Economic Reform in Europe – Priority for the Next Five Years*. London: Policy Network.
- PORTUGAL. MEMORANDUM OF UNDERSTANDING (2011): *Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality*. <<http://www.parlamentoglobal.pt>>.
- TREATY ON STABILITY (2012): *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. <www.consilium.europa.eu>.
- UNIÓN EUROPEA (2010): Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*, C 83, de 30/03/10.
- WYPLOSZ, C. (2005): “Fiscal Policy: Institutions Versus Rules”, *National Institute Economic Review*, 191 (1), pp. 70-84.