

A MOEDA ÚNICA EUROPEIA: ENTRE A CONSTRUÇÃO MONETÁRIA E A DESCONSTRUÇÃO EUROPEIA

Carla Guapo Costa¹

RESUMO

Neste artigo pretendemos discutir o que consideramos os paradoxos da construção europeia que minam a credibilidade da moeda única e impedem o necessário consenso político. Trata-se de um artigo tributário da economia política internacional, discutindo ideias como as insuficiências econômicas de um projeto político ou o facto da construção europeia ter-se feito entre países e regiões muito diferentes entre si, sem salvaguardar as devidas diferenças econômicas, políticas e culturais. As dificuldades agudizam-se quando o aprofundamento da integração implica políticas econômicas cada vez mais harmonizadas, que chocam com a heterogeneidade dos países, e com a dificuldade em definir consensos por parte de líderes pouco carismáticos e sem ideia de Europa.

1 INTRODUÇÃO

A União Económica e Monetária (UEM) europeia desenvolveu-se a partir do início dos anos 1990 como forma de tentar ultrapassar o denominado “triângulo das incompatibilidades”, ou seja, a impossibilidade de definir, em simultâneo, políticas monetárias autónomas, taxas de câmbio fixas e permitir a liberalização dos movimentos de capitais no seio dos países europeus aderentes (Costa, 2013).

Para ultrapassar essa incongruência, que se manifestava em uma área tão sensível como a política monetária, os líderes europeus comprometeram-se a consensualizar uma entidade supranacional, que seria responsável pela definição de uma política monetária válida para todos os países da Zona do Euro (ZE), o Banco Central Europeu (BCE). Definida por tecnocratas e apoiada pelo poder político e económico, a política monetária da ZE tem sido estruturalmente concebida para conter qualquer surto inflacionista no seio da integração monetária europeia (Costa, 2004; Hall, 2012).

A eclosão e as consequências da crise financeira global revelaram os limites no processo de definição e aplicação dessa política monetária. Como demonstram as estatísticas disponíveis, a ZE é constituída por países bastante heterogêneos, no que respeita ao desenvolvimento económico e social e à própria cultura política e institucional. E a crise financeira global

1. Professora-associada com agregação no Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas (ISCSPP) da Universidade de Lisboa e investigadora no Centro de Administração e Políticas Públicas (Capp) do ISCSPP. *E-mail*: <cguapoc@hotmail.com>.

demonstrou como o aprofundamento da integração monetária e a definição de políticas comuns para um conjunto com objectivos e necessidades diferentes pode levar à erupção de tensões e conflitos, que podem colocar em causa a sustentabilidade da própria integração europeia (Costa, 2011).

Nesse contexto, procuramos averiguar até que ponto os fundamentos políticos da construção monetária europeia, que consideramos determinantes para o processo de unificação, ignoraram os requisitos económicos dessa construção, levando os líderes europeus a fazerem diagnósticos errados e, conseqüentemente, a definirem instrumentos de combate à crise pouco adequados, que comprometeram o crescimento económico e a coesão social para todos os países envolvidos.

No que respeita a estrutura do artigo começamos por discutir, nas secções 2 a 4, algumas das fragilidades iniciais da construção europeia, nomeadamente a prioridade que foi dada aos critérios de ordem política em detrimento dos requisitos económicos, e que foi causando uma tensão crescente à medida que se aprofundava o processo de integração económica e monetária. Depois, nas secções 5 e 6, fazemos uma análise detalhada dos dilemas causados pelo triângulo das incompatibilidades e a sua repercussão sobre a orientação da política monetária europeia, sob a égide do monetarismo alemão. Nas secções 7 e 8 discutimos a construção monetária europeia no contexto do agravamento progressivo das disparidades entre países e regiões no seio do espaço comunitário, concedendo uma ênfase especial aos países da denominada periferia europeia. Finalmente, a secção 9 apresenta as considerações finais.

2 O PECADO ORIGINAL DA CONSTRUÇÃO MONETÁRIA EUROPEIA

As dificuldades pelas quais passa, e tem passado, todo o processo de construção europeia poderão encontrar algumas das suas origens em um conjunto de condicionantes e tendências dominantes, que tiveram influência no passado, continuam a ter no presente e, muito provavelmente, serão determinantes para a evolução futura do projeto europeu. Assim, ao longo dos sessenta anos que, formalmente, dura o processo de integração, é possível identificar algumas características básicas que iremos apresentar em seguida. Especificamente, a arquitetura e o desenvolvimento do processo de integração monetária na Europa têm contribuído, na nossa perspectiva, para o agravamento das dificuldades que assolam a ZE no seu conjunto, e os membros mais frágeis, em particular (Costa, 2004).

Partilhamos integralmente da opinião de autores como De Grauwe (2013) ou Hall (2012), entre outros, quando referem que na base da construção monetária europeia estão, fundamentalmente, factores de ordem política. A UEM foi construída a partir da necessidade de conjugar os interesses dos dois principais atores, França e Alemanha, que, embora por motivos diferentes, encontraram algum consenso que permitiu avançar para um empreendimento de magnitude tão vasta e conseqüências tão imprevisíveis (Verdun, 2012). As razões são facilmente entendíveis: depois da experiência da participação no Sistema Monetário Europeu (SME), um sistema assimétrico, fundado sobre uma moeda-âncora, os responsáveis franceses sentiam a necessidade de encontrar um mecanismo que impedisse uma ainda maior transferência de soberania monetária para a Alemanha (Costa, 2013). Efetivamente, no contexto do SME, o Banco Central Alemão era o ator fulcral do processo, que definia a taxa de câmbio da conveniência germânica, válida para todos os outros. Para a França, a situação era delicada: ou se limitava a seguir as orientações do Bundesbank, ou arcava com os custos da instabilidade nos mercados monetários, pelo que optou pela primeira hipótese. Como refere De Grauwe (2013), a Alemanha tornou-se a potência

hegemônica do sistema monetário, à semelhança do que tinha acontecido com os Estados Unidos no regime de Bretton Woods. Com a implementação da UEM, seria possível, teoricamente, reduzir a hegemonia alemã, e a França ficaria com um peso idêntico à Alemanha na definição da política monetária (Hall, 2012).

Por sua vez, os objectivos da Alemanha, embora também de caráter político, eram de natureza um pouco diferente, já que ao chanceler Helmut Kohl interessava a constituição da união monetária, mas como forma de assegurar uma futura unificação política europeia, garante da paz permanente entre os outrora beligerantes (Costa, 2011).

No entanto, embora se evidenciasse uma convergência de posições entre os principais líderes políticos europeus, a situação era muito diferente no que concerne à opinião pública interna: enquanto a opinião pública gaulesa mostra-se relativamente indiferente ao processo de união monetária, os alemães manifestam abertamente a sua discordância em partilhar uma moeda e uma política monetária com os indisciplinados países do Sul da Europa, a quem são imputados um certo laxismo orçamental e uma maior tolerância ao desequilíbrio das contas públicas (De Grauwe, 2013).

Para tentar conquistar o apoio das elites e da sociedade alemã, são introduzidos, no Tratado de Maastricht, um conjunto de critérios de convergência eliminatórios que os candidatos à participação na união monetária europeia deverão preencher. Paradoxalmente, esses critérios, refletindo fielmente a influência da corrente monetarista no seio da Academia, apenas fazem referência à necessidade de controlo das pressões inflacionistas e dos desequilíbrios orçamentais, ignorando por completo os requisitos preconizados pelo arcaboço teórico da teoria das Zonas Monetárias Óptimas (ZMO), em que se inspira a UEM europeia.

Em síntese, como demonstrado, a construção da união monetária europeia assentou, fundamentalmente, em objectivos de caráter político, ignorando as premissas teóricas e as advertências de muitos analistas. Não obstante, o período de crescimento económico que caracterizou a segunda metade dos anos 1990, e a euforia em torno da reunificação alemã e da adesão dos países da Europa Central e Oriental à União Europeia (UE), fez esquecer as mais elementares regras de prudência.

3 A PREVALÊNCIA DA DIMENSÃO POLÍTICA SOBRE OS REQUISITOS ECONÔMICOS

A UEM europeia foi construída com base em um pressuposto fundamental e ilusório: seria suficiente definir um conjunto de requisitos, fundamentalmente de ordem monetária e financeira (critérios de referência para as taxas de inflação, taxas de juro, contas públicas e estabilidade cambial) para assegurar que um grupo de países, profundamente heterogêneos em termos de desenvolvimento socioeconómico e mesmo práticas de política económica, estivessem em condições de suportar o choque provocado pela introdução de uma moeda comum (Costa, 2004). Nunca existiu nenhuma preocupação explícita, quer por parte dos países mais desenvolvidos, quer por parte dos mais frágeis, com questões relacionadas com níveis de desemprego, produtividade, retornos do capital humano ou factores de competitividade. O simples cumprimento dos critérios seria suficiente para assegurar a denominada convergência real, a identidade de padrões de vida. Ora, se as diferenças entre os países passaram despercebidas em momentos de crescimento económico, como aconteceu com os primeiros anos de vida do euro, mesmo com a constante valorização dele a minar a competitividade da zona no seu conjunto, a emergência da crise global mostrou as dificuldades estruturais em definir políticas económicas comuns para realidades com necessidades e objectivos diferentes. E esse é o principal problema da ZE: os países participantes abdicaram de um conjunto de

instrumentos de política econômica (nomeadamente nos domínios monetário e cambial e, em menor escala, no domínio orçamental), sem que estivessem garantidas medidas alternativas fundamentais para responder a choques assimétricos de curto prazo, que se traduzem, no contexto atual, em fortíssimas perdas de competitividade (Costa, 2011). A UEM não é uma ZMO, o que significa que, no seu conjunto, não dispõe de condições para a introdução equilibrada de uma moeda comum a todos os seus membros. Muito menos quando esta moeda revelou, particularmente entre 2002 e 2008, uma persistente trajetória no sentido da valorização face a outras moedas de referência do sistema monetário internacional (De Grauwe, 2000; De Grauwe e Vanhaverbeke, 1991; Eckard e Achim, 2005; Frankel e Rose, 2002).

Ao longo dos anos de existência da UEM, tem persistido o debate sobre os custos e os benefícios de uma moeda comum entre os vários países europeus, subsistindo a dúvida de determinar até que ponto a atual ZE constitui uma ZMO (Mundell, 1961; McKinnon, 1963; Kenen, 1969), ou seja, um espaço que reúne condições para a circulação de uma moeda comum. De acordo com a literatura (Costa, 2004; Baldwin e Wyplosz, 2004), as vantagens de uma união econômica e monetária englobam factores como a eliminação do risco cambial (face ao desaparecimento da volatilidade das taxas de câmbio), a redução dos custos de transação, uma maior transparência de preços e um mais eficiente funcionamento do mercado interno (EC, 1990). Entre os principais custos, é de realçar a perda de um importante instrumento de política econômica, a política cambial, e as fortes limitações que derivam da passagem da política monetária para uma entidade supranacional, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), cuja entidade fundamental, o BCE, é responsável pela definição de uma política monetária para o conjunto da ZE (Bayoumi e Eichengreen, 1992). Entretanto, e à luz dos critérios de optimalidade definidos por Mundell (1961) para a constituição de uma ZMO, a ZE não constitui, efetivamente, um espaço óptimo do ponto de vista monetário, já que os mecanismos de substituição das políticas cambial e, em menor escala, da monetária e orçamental (mobilidade dos factores de produção, nomeadamente do factor trabalho; características estruturais comuns às várias economias; orçamento comunitário devidamente dimensionado; transferência automática de recursos entre países e regiões) não existem ou são subdimensionados face às necessidades (Costa, 2004).

De Grauwe (2013) refere que existem duas condições imprescindíveis para a constituição de uma ZMO equilibrada: os países não devem estar sujeitos a diferentes trajetórias económicas a que seja difícil a adaptação, ou seja, não pode haver desequilíbrios permanentes em posições competitivas (*deficit* ou *superavit* inalteráveis durante longos períodos); existência de um grau suficiente de flexibilidade nos mercados de bens e de factores, com destaque para a mobilidade da mão de obra. Como estas duas condições estão profundamente interligadas, manifesta-se um acentuado *trade-off*: quanto maior for a probabilidade de ocorrerem choques assimétricos, mais flexível deve ser a organização económica, para evitar ajustamentos mais dolorosos em termos de produto interno bruto (PIB) e emprego (De Grauwe, 2013).

Um conjunto significativo de pesquisas académicas mostra que desde a introdução do euro, em 1999, os países periféricos da UEM não só não conseguiram alcançar a convergência real para os países da união do núcleo, mas, pelo contrário, têm divergido mais (Eckard e Achim, 2005). A participação desses países na ZE dotou-os de uma falsa sensação de segurança financeira, impedindo-os de prosseguir impopulares, mas necessárias reformas fiscais e estruturais. Isso causou perdas de competitividade substancial levando a insustentáveis dívidas, pública e externa. Tendo sofrido um colapso económico em 2009, mais profundo do que o experimentado pelos Estados Unidos, a economia da Europa está preparada para uma recuperação

muito mais lenta – caso se possa chamar assim. Na verdade, o crescimento europeu é limitado por problemas de dívidas e preocupações sobre a solvência de vários Estados-membros da ZE, com a Grécia em destaque, altamente endividados. O raciocínio parece ser que o crescimento exige a confiança do mercado, que, por sua vez, exige contenção fiscal. Como defende Angela Merkel, chanceler alemã, o crescimento econômico não pode repousar sobre elevados *deficit* orçamentais do Estado, mas a evidência tem demonstrado que a perda das principais políticas econômicas, nomeadamente a política monetária, não foi compensada por outros instrumentos de ajustamento, tornando a ZE, no seu conjunto, mais susceptível à ocorrência de choques assimétricos. No entanto, a ZE europeia ainda poderia reunir condições para ser considerada uma ZMO se tivesse sido criado um mecanismo de segurança que repousasse sobre um orçamento devidamente dimensionado. Por outras palavras, se a união econômica estivesse enquadrada em uma união orçamental, sendo que se o orçamento comunitário não ultrapassar 1% do PIB da UE, será difícil perspectivar-lo a desempenhar esse papel.

4 A TECNICIDADE E OS REQUISITOS DA CONSTRUÇÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA EUROPEIA

A ideia de uma união monetária entre os países europeus tornou-se, progressivamente, cada vez mais atrativa, já que era encarada pelos vários países como a única forma de partilhar com a Alemanha a definição de política monetária para o conjunto do espaço de integração (Baldwin e Wyplosz, 2004). Essa foi a principal razão que esteve na origem da decisão dos líderes europeus de solicitar ao antigo presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, para definir uma estratégia, que viria a estar consubstanciada no Relatório Delors, em 1989, para a realização de uma UEM. Esta união seria concretizada ao longo de três fases, sublinhando a tripla necessidade de uma maior coordenação das políticas econômicas, regras relativas à dimensão e ao financiamento dos *deficit* orçamentais nacionais e uma instituição nova, completamente independente, à qual seria confiada a política monetária da UE (EC, 2002).

A primeira fase da UEM desenrolou-se entre julho de 1990 e 31 de dezembro de 1993, devendo as economias adoptarem um conjunto de programas de convergência dos respetivos sistemas económicos (com especial ênfase para a estabilização dos preços e o saneamento das finanças públicas). O objectivo central nesta fase prendia-se com a convergência das *performances* económicas por meio da coordenação das políticas no quadro institucional existente, nomeadamente nos domínios da estabilidade dos preços e do saneamento das finanças públicas. Foi ainda iniciado o processo que deveria conduzir à independência dos respetivos bancos centrais (EC, 1990).

Ao longo desse período, completou-se o Mercado Único, estabelecendo-se definitivamente as quatro liberdades fundamentais. Procedeu-se à completa liberalização dos movimentos de capitais e reforçou-se a coordenação das políticas monetárias dos Estados-membros. Iniciou-se também um processo de supervisão multilateral, por parte do conselho, dos principais agregados económicos dos Estados-membros, acompanhado da obrigação de apresentar os respetivos programas nacionais de ajustamento de médio prazo.

Uma segunda fase, que começou em 1º de janeiro de 1994 e se prolongou até 31 de dezembro de 1998, em que deviam ser envidados esforços para assegurar uma convergência económica e financeira estável, traduzida na perfeita integração dos mercados financeiros, na independência dos bancos centrais, e na criação do Instituto Monetário Europeu (IME), embrião do futuro BCE, responsável pela condução da política monetária. Seria igualmente aconselhável que todas as moedas dos Estados-membros estivessem na banda estreita do

mecanismo de taxas de câmbio do SME, enquanto as taxas de câmbio deveriam caminhar para uma situação de fixidez irrevogável.

O IME, dotado de personalidade jurídica, estava encarregado de promover a coordenação das políticas monetárias nacionais com vista à manutenção da estabilidade dos preços e à consolidação do *European currency unit* (ECU) como moeda única no decorrer da terceira fase da UEM. Após o cumprimento dos seus objectivos, o IME foi substituído pelo BCE.

Finalmente, a terceira fase iniciou-se em 1º de janeiro de 1999, tendo sido fixadas irrevogavelmente as taxas de conversão entre as moedas dos países participantes e o euro. Este passa a ser a moeda dos Estados-membros participantes na UEM, embora tenha existido apenas sob a forma escritural durante este período, só aparecendo fisicamente, sob a forma de notas e moedas, em janeiro de 2002. Esta terceira fase foi também caracterizada pela entrada em funcionamento do BCE, no âmbito da criação do SEBC, passando a existir uma política financeira e monetária única à escala comunitária que assegure a circulação da moeda única europeia. O objectivo primordial do SEBC é garantir a estabilidade dos preços, competindo-lhe definir e executar a política monetária comum, realizar operações cambiais e intervir nos mercados, além de deter e gerir parte das reservas cambiais oficiais dos Estados-membros participantes na UEM.

Se a passagem da primeira para a segunda fase era automática, para poderem aceder à terceira fase, os países tinham que preencher uma série de critérios de ordem monetária, cambial e orçamental. De acordo com os pressupostos do tratado, a obtenção de um elevado grau de convergência econômica deverá ser avaliada com base em determinados critérios quantitativos referentes aos aspetos acima mencionados, para além da compatibilidade das legislações nacionais com as disposições deste tratado, em particular no que concerne aos estatutos dos bancos centrais (EC, 2002). São os seguintes critérios:

- dois critérios de estabilidade monetária: a entrada de um país na terceira fase só seria possível se registasse um diferencial de inflação inferior a 1,5 ponto percentual (p.p.) em relação à média dos três países com taxa de inflação mais baixa e a taxa de juro nominal de longo prazo não deveria exceder em mais de 2 p.p. a taxa de juro média verificada nos três Estados-membros com melhor *performance* a nível de inflação;
- dois critérios de disciplina nas finanças públicas: não deverão registar-se rácios *deficit* orçamentais/PIB superiores a 3%, nem rácios dívida pública/PIB superiores a 60% e estes valores serão considerados de referência, admitindo-se excepções nos casos em que essa relação tenha vindo a baixar em exercícios sucessivos e se encontre já perto do valor de referência, ou quando o excesso relativamente àquele valor fosse temporário e excepcional;
- um critério de estabilidade cambial: a moeda do Estado-membro deverá ter permanecido na margem de flutuação estreita do mecanismo de taxas de câmbio do SME nos últimos dois anos, sem desvalorizar a moeda voluntariamente.

Depois de preencherem todos esses critérios, os países poderiam, então, caminhar para a política monetária única, em um contexto de taxas de câmbio tendencialmente fixas, com vista ao estabelecimento da moeda única.

Em 2 de maio de 1998, o Conselho da UE – reunido ao nível dos chefes de Estado e de Governo – decidiu por unanimidade, com base nos valores referentes ao ano de 1997, divulgados no Relatório de Convergência de 25 de março de 1998, da Comissão Europeia e do IME, que onze Estados-membros (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália,

Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia) tinham alcançado as condições necessárias para a adoção da moeda única em 1º de janeiro de 1999 e iriam participar na terceira fase da UEM. Os chefes de Estado e de Governo também chegaram a um acordo político relativamente às pessoas que seriam recomendadas para nomeação como membros da Comissão Executiva do BCE.

Ao mesmo tempo, os ministros das Finanças dos Estados-membros que adoptaram a moeda única acordaram, com os governadores dos bancos centrais nacionais destes Estados-membros, com a Comissão Europeia e com o IME, que as atuais taxas centrais bilaterais do mecanismo de taxas de câmbio (MTC) das moedas dos Estados-membros participantes seriam usadas para determinar as taxas de conversão irrevogáveis para o euro.

5 O TRIÂNGULO DAS INCOMPATIBILIDADES E AS RESTRIÇÕES SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA

Um dos principais arcaboços teóricos utilizados para explicar as dificuldades que se fazem sentir sobre os decisores de política económica no contexto de integração económica é o famoso triângulo das incompatibilidades, também conhecido como *unholy trinity* (Cohen, 1993) ou *impossible trinity* (Broz e Frieden, 2001), no contexto da ciência política (Bearce, 2007), consubstanciado no modelo de Mundell-Fleming (Mundell, 1960; 1961; Fleming, 1972). Conhecido na literatura sobre macroeconomia aberta, o modelo descreve a existência de um trilema de política monetária, postulando que os decisores têm de escolher entre três condições potencialmente desfavoráveis: a autonomia na definição da política monetária doméstica, a estabilidade monetária externa e a mobilidade internacional de capitais.

A autonomia na definição da política monetária doméstica traduz a capacidade que os governos nacionais têm de dirigir os respetivos instrumentos de política monetária para determinar os objectivos económicos domésticos, seja o combate à inflação, seja a queda dos níveis de desemprego, para citar apenas os mais relevantes. Por seu turno, a estabilidade cambial externa permite fixar o valor da moeda nacional em relação a alguns alvos externos. Vários autores consideram a estabilidade cambial como um objectivo desejável, já que a volatilidade cambial prejudica o comércio e o investimento internacionais. Finalmente, a mobilidade internacional de capitais refere-se à capacidade que os investidores têm de transferir o dinheiro entre as várias praças financeiras espalhadas pelo globo, sem interferência dos governos. A mobilidade internacional de capitais é considerada portadora de ganhos de eficiência associados à integração financeira dos mercados, já que a abundância de capital é uma condição económica desejável para fomentar o crescimento económico. Cabe referir, no entanto, que, embora aportando vantagens significativas, a mobilidade internacional de capitais também poderá ter efeitos negativos: os mercados financeiros desregulamentados permitem que os capitais abandonem as economias domésticas quando as condições locais tornam-se relativamente menos favoráveis face às condições do mercado interno.

Pelas razões acima descritas, quando compelidos a escolher, os governos optam por sacrificar esse vértice do triângulo.

O triângulo permite demonstrar que, para um determinado país, a inserção em um regime de *taxas de câmbio fixas* (primeiro vértice), com *livre circulação de capitais* (segundo vértice), conduz à perda de *autonomia da política monetária* (terceiro vértice), a não ser que se trate da economia líder da zona em causa. A autonomia da política monetária traduz-se na capacidade de um país poder controlar a evolução da sua massa monetária e o nível da sua taxa de juros em função dos seus objectivos de política económica (inflação, taxa de emprego, entre outros).

O problema põe-se da seguinte forma: se um país tem uma pressão inflacionista, vai implementar uma política monetária restritiva, aumentando as taxas de juro para incentivar a poupança e retirar a moeda de circulação. A subida das taxas de juro vai atrair os capitais estrangeiros, que, sem restrições à circulação, convertem-se em moeda nacional, aumentando a massa monetária em circulação. A procura de moeda nacional faz subir o seu preço, pelo que tende para a valorização em relação às outras, pondo em causa o princípio das taxas de câmbio fixas. Assim, o Banco Central vai ter de intervir no mercado, vendendo moeda nacional, de modo a fazer descer o seu preço e aumentando a massa monetária em circulação. Em suma, o objectivo inicial de política económica acabou por não ser atingido, o que demonstra a impossibilidade de atingir, em simultâneo, as três condições.

Os governantes são, assim, obrigados a escolher prioridades para as suas opções, em termos de política económica. Um governo favorece a liberdade de circulação de capitais porque pretende atrair investimento, pelo que terá de escolher entre a estabilidade cambial (taxas de câmbio fixas) e atrair novos investimentos, e a uma política monetária autónoma, que favoreça os objectivos da economia doméstica. Se a manipulação das taxas de juro visar combater o desemprego e não manter a paridade da moeda, a sua queda relativa poderá levar os investidores a retirar os seus ativos do país, colocando uma pressão adicional sobre a moeda, provocando uma quebra do valor dela face a outras moedas do sistema monetário internacional. Foi a opção da Argentina, em 2002, abandonando o *peg* cambial que mantinha em relação ao dólar norte-americano. Neste caso, sacrificou-se o objectivo da estabilidade cambial para poder cumprir os outros dois.

Se um governo escolher controlar o nível da taxa de juro, mantendo a autonomia da política monetária doméstica, em um contexto de liberdade de circulação de capitais, a taxa de câmbio da moeda deverá flutuar, influenciando a competitividade das exportações do país em causa. Esta opção é geralmente utilizada por países cujo sector externo é relativamente pequeno face às restantes componentes da atividade económica. Temos como exemplos de países que privilegiaram esta opção o Canadá, os Estados Unidos, o Reino Unido ou o Japão.

Finalmente, os países podem optar por manter a autonomia na definição da política monetária e privilegiar a estabilidade cambial, impondo restrições aos movimentos de capitais. Temos o exemplo da Malásia, em 1997, por altura da turbulência financeira que assolou alguns países do Sudeste Asiático.

No caso dos países da UE, a aplicação do trilema de Mundell reporta-se aos anos 1990, por altura da grande crise que assolou o funcionamento do SME, considerado até à data como o embrião da integração monetária europeia. Vejamos como funciona.

Depois de passarem pela experiência das serpentes monetárias, em uma tentativa de estabilizar as paridades cambiais das várias moedas face à desordem do sistema monetário internacional, os países europeus tentaram encontrar soluções que salvaguardassem o funcionamento do mercado interno e de algumas políticas comunitárias, com destaque para a política agrícola comum. Assim, em 1979, os líderes europeus consensualizaram a necessidade de criar uma estrutura institucional que assegurasse uma zona de estabilidade monetária e cambial, promovendo a continuidade sustentada da integração económica. Foi assim criado o SME, assente em um conjunto de elementos estruturantes: uma unidade monetária compósita, composta por diferentes percentagens das moedas dos países que então formavam a Comunidade Económica Europeia (CEE), o ECU; uma estrutura de regulação da volatilidade cambial entre as várias moedas, o MTC, que impunha fortes restrições à manipulação da política

monetária e obrigava à cooperação estrita entre os países-membros; e mecanismos de crédito para apoiar os bancos centrais na defesa da estabilidade cambial.

A aplicação do triângulo de incompatibilidades é relativamente simples. As paridades fixas derivavam da pertença ao MTC do SME, que obrigava a uma disciplina cambial acrescida (os países apenas dispunham de uma margem de manobra para a política cambial de $\pm 2,25\%$ ou $\pm 6,00\%$). A liberdade de circulação de capitais traduzia uma consequência natural do avanço da globalização, na sua vertente financeira, estabelecendo também uma condição *sine qua non* caso os países decidissem avançar para um processo de integração monetária plena.

O SME funcionou de forma bastante eficaz, cumprindo os objectivos originais, mas nunca conseguindo resolver as incongruências originais, como o facto de existir uma assimetria estrutural no seio do sistema, devido ao peso do *deutsch mark* (mais de 30% no cabaz do ECU) e da importância da economia alemã no contexto do mercado comum. Na verdade, a Alemanha era, no conjunto das economias comunitárias, a única que conseguia cumprir em simultâneo os três vértices do triângulo. E os problemas começaram a surgir, colocando os países em situação bastante delicada, e ameaçando a estabilidade da integração económica. Vejamos alguns exemplos.

A Alemanha, principal inspiradora da política monetária europeia no seio do MTC, prosseguiu sempre com uma política monetária restritiva, para promover a estabilidade dos preços, o que obrigava os países restantes a grandes esforços para manter a paridade das respectivas moedas face ao *deutsch mark*. Em 1981, a França, membro da então CEE e com a moeda integrada no MTC do SME, adoptou uma política monetária expansionista, o que levou à queda das taxas de juro internas. Como era um país relativamente aberto à mobilidade internacional de capitais, os mercados financeiros reagiram vendendo francos e comprando moeda estrangeira, o que, na prática, consubstanciou uma saída de capitais da economia francesa, provocando uma queda na procura de francos, e exercendo pressão para a sua depreciação no contexto do SME. Se a França tivesse intervindo nos mercados financeiros, comprando moeda nacional, a diminuição da oferta de moeda teria como consequência a subida das taxas de juro internas, prejudicando a recuperação da atividade económica e invertendo a orientação original. Para evitar essa situação, a França solicitou a intervenção germânica, no sentido de flexibilizar a respetiva política monetária, acomodando um eventual aumento da inflação. Face à recusa alemã, os franceses acabaram por sofrer pesadas perdas, assacando aos alemães a responsabilidade pela falta de cooperação, indispensável em um contexto de quase integração monetária (Costa, 2013).

Uma década mais tarde, a história repete-se, embora com outros protagonistas, realçando novamente a importância da cooperação monetária e as consequências que advêm de sua ausência. A libra esterlina tinha entrado para o MTC do SME em 1990, o que significa que tinha de respeitar limites bastante apertados para a flutuação da respetiva taxa de câmbio, no caminho que os países europeus comprometiam-se a percorrer em direcção à moeda única. A entrada da libra para o MTC ocorre em um nível demasiado elevado face aos restantes países-membros, o que rapidamente traduz-se em uma quebra das exportações britânicas e no desencadear de um conjunto de efeitos depressivos sobre a economia. O Reino Unido viu-se obrigado a pôr em prática uma política monetária restritiva, que fez subir as taxas de juro, para atrair investidores para a libra, de modo a mantê-la no MTC. No entanto, em outubro de 1992, os investidores começaram a desconfiar da sustentabilidade da paridade da moeda britânica, face aos crescentes sinais de recessão. Beneficiando-se da liberdade de circulação de capitais, de que a *city* londrina não abdicava, começaram a abandonar as suas

posições em libras, tornando ainda mais inglórias as tentativas desesperadas do Banco Central Britânico, depauperado de reservas internacionais, em manter a libra na sua paridade original. A pressão e a magnitude dos movimentos de capitais foram tão intensas que a libra acabou por sair do MTC, suscitando sérias dúvidas ao sucesso de uma futura integração monetária entre as moedas europeias. Naturalmente, o resultado poderia ter sido diferente se tivesse havido uma maior cooperação na condução da política monetária (Costa, 2009).

No entanto, o Reino Unido não estava confortável com a política monetária definida pela Alemanha, que, na prática, era seguida por todos, na inexistência de um BCE que definisse uma política monetária comum. O problema era que a Alemanha estava em uma posição diferente de todos os outros países europeus: tendo acabado o processo de reunificação, era obrigada a gastar enormes somas na recuperação da economia da Alemanha de Leste, e com receio das tensões inflacionistas que daí adviriam, o Bundesbank mantinha altas de juro, para evitar o sobreaquecimento da economia. No entanto, o Reino Unido, que entretanto entrara para o MTC, deparava-se com tendências recessivas, enfrentando uma crescente insatisfação popular. Havia aqui uma dissincronia clara na condução das políticas econômicas, principalmente a monetária, que ocorria pelo facto de os dois países encontrarem-se em fases diferentes do ciclo econômico.

Esses dois eventos demonstraram, por um lado, o funcionamento do triângulo de incompatibilidades em um contexto de integração econômica e monetária, e, por outro, a necessidade absoluta de cooperação a nível das políticas monetárias entre os participantes. A existência de uma economia dominante, neste caso a alemã, revela a importância das assimetrias entre os países. Nas suas relações com os parceiros do SME, a Alemanha, emissora da moeda-âncora do sistema, podia conduzir uma política monetária independente, sem abandonar nem a liberdade de circulação de capitais, nem a pertença a uma zona de paridades fixas organizada em torno do marco (Hall, 2012).

Nesse contexto, os responsáveis comunitários acabaram por concluir que seriam necessários mecanismos econômicos, políticos e institucionais mais ambiciosos para assegurar o projeto de integração monetária, coroada por uma moeda única a nível dos Estados-membros.

6 A POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTEXTO DA ZE: O PRIMADO DO MONETARISMO E A SUA INFLUÊNCIA SOBRE A ATUAÇÃO DO BCE

A arquitetura institucional sobre a qual repousa o processo de UEM europeu assenta, quase exclusivamente, no pressuposto monetarista, paradigma macroeconômico dominante ao longo dos anos 1980. Esta corrente defende que os bancos centrais devem resumir o seu papel ao controlo da estabilidade dos preços, o que seria a melhor contribuição possível para a estabilidade macroeconômica em geral, e para a financeira em particular. Qualquer tentativa para dinamizar o crescimento econômico ou criar emprego apenas teria como consequência criar um enviesamento inflacionista, que iria desestabilizar a economia (EC, 1990).

Esse foi, em síntese, o modelo adoptado para a ZE e para a atuação do BCE, em particular, criando um forte condicionalismo na resposta à crise da dívida soberana, em 2010.

Na verdade, com a introdução do euro, a política monetária passa a ser comum a todos os países da ZE, sendo concebida e implementada pelo BCE, integrado juntamente aos bancos centrais de cada um dos Estados-membros da UE, no SEBC. Os bancos centrais dos Estados-membros que não participam na área do euro são também membros do SEBC com

um estatuto especial, pois não podem participar na tomada de decisões relativas à política monetária única, uma vez que mantêm as respetivas políticas monetárias (ECB, 2004).

Como refere De Grauwe (2013), ao contrário dos teóricos das ZMOs, que mostravam claramente o seu cepticismo à união monetária europeia, os monetaristas não viam grande perda na condução da política monetária doméstica, já que consideravam que estas eram ineficientes para lidar com os choques assimétricos, ao mesmo tempo em que produziam instabilidade, pelo menos no Sul da Europa. A melhor forma de eliminar essa instabilidade era precisamente retirar a autonomia da política monetária aos gastadores governos mediterrânicos e colocá-la nas mãos de uma instituição que se regesse pelos padrões de comportamento do Bundesbank, paradigma da eficiência.

Nesse contexto, e de acordo com o tratado que institui a Comunidade Europeia e os estatutos do SEBC e do BCE, o principal objectivo da política monetária é a manutenção da estabilidade de preços. Neste contexto, o Conselho de Governadores tem como principais funções a definição da política monetária da ZE e das medidas necessárias à implementação dos objectivos definidos, enquanto a Comissão Executiva é responsável pela colocação em prática das diretrizes definidas pelo Conselho de Governadores. Os bancos centrais nacionais executam as operações que fazem parte das missões do SEBC, e o Conselho-Geral tem por função supervisionar o funcionamento do SME-bis e continuar o trabalho anteriormente desenvolvido pelo IME para os Estados-membros que não façam parte da ZE. O processo de tomada de decisão no Eurosistema é centralizado, na medida que está a cargo dos órgãos de decisão do BCE, nomeadamente o Conselho e a Comissão Executiva. Enquanto houver Estados-membros que não tenham adoptado o euro, existirá o Conselho-Geral (ECB, 2004).

Uma das principais características do BCE é a sua independência face ao poder político, que pode ser medida por vários critérios. O primeiro critério tem a ver com a independência dos seus dirigentes que exercem mandatos não renováveis e irrevogáveis, não podendo receber instruções dos governos nacionais ou das instituições comunitárias.

Um segundo critério relaciona-se com o facto de ter sido confiado ao BCE um mandato claro e a margem de manobra de que dispõe para o executar. O BCE tem como missão primordial a estabilidade dos preços na ZE, tendo toda a liberdade para fixar os objectivos intermédios (definição de uma taxa de referência para o crescimento do agregado M3, por exemplo) que considerar oportunos e dispendo de um conjunto amplo de instrumentos (operações de *open market*, constituição de reservas obrigatórias) que poderá manipular com total autonomia no sentido de controlar a massa monetária em circulação na ZE.

Um terceiro critério de independência reside na proibição que é feita a um banco central de financiar os *deficit* públicos, o que lhe permite controlar melhor a oferta de moeda. Esta proibição aplica-se aos Estados-membros que fazem parte da ZE, e tem por objectivo dissociar a política monetária, conduzida a nível do BCE, da política orçamental, cuja condução é da responsabilidade individual de cada um dos Estados-membros.

Se um país dispuser de uma política monetária autónoma, pode responder a quebras na procura, baixando as taxas de juro para estimular a atividade económica. Mas o BCE, como entidade supranacional responsável pela política monetária de toda a ZE, tem que definir orientações baseadas em um conjunto da região, e não de países em particular. Tal circunstância cria uma situação em que, por exemplo, as taxas de juro poderão ser demasiado elevadas para países com altos níveis de desemprego ou demasiado baixas para economias com custos salariais crescentes. A exceção, mais uma vez, acaba por ser a Alemanha,

já que, dado o seu peso no conjunto da economia comunitária, consegue, efetivamente, influenciar a política monetária do BCE. As políticas anti-inflacionistas implementadas pelo BCE, de acordo com os seus princípios estatutários, levaram a uma queda das taxas de juro em países como Itália, Espanha, Grécia e Portugal, em que as expectativas para a evolução do crescimento dos preços mantinham as taxas de juro em permanente trajetória ascendente. As famílias e os governos tinham, assim, possibilidades acrescidas de aumentar o seu grau de endividamento, traduzindo-se em ativos imobiliários, no primeiro caso, e financiamento de programas sociais, no segundo (EC, 1990; ECB, 2004).

Em uma primeira fase, os mercados globais não atribuíram grande importância ao facto, acreditando que, no contexto de uma união monetária plena, os títulos da dívida soberana apresentavam as mesmas garantias, independentemente do país em causa (Feldstein, 2012). Quando se aperceberam de que a UEM não constituía, efetivamente, uma ZMO, começaram a exercer uma pressão brutal sobre os membros mais frágeis da ZE, esperando por uma resposta dimensionada.

Mas essa resposta não chegou porque, além de não ser uma união monetária plena, a ZE não dispõe dos enquadramentos político e institucional que lhe permitam gerir situações com essa complexidade e abrangência. Desde a não existência de consenso entre os países europeus para a compra de dívida pública por parte do BCE até a dificuldade em definir uma união fiscal e um governo económico conjunto, com as dúvidas do Tribunal Constitucional pelo meio, os líderes europeus não conseguem encontrar uma solução sustentável para a crescente assimetria entre a solvabilidade das economias da ZE, pondo em causa a própria sobrevivência da moeda única.

Finalmente, os pressupostos monetaristas consideravam que os mercados eram perfeitamente eficientes e os agentes económicos racionais, o que afastava, mais uma vez, a intervenção dos bancos centrais em domínios que não estivessem relacionados com o combate à inflação.

Todos esses factores conjugaram-se para fazer com que os líderes europeus tivessem feito o diagnóstico incorreto da situação e, fundamentalmente, das causas da crise da dívida soberana, em 2010. Na opinião dos países do Norte da Europa, a crise da dívida resultou basicamente de atitudes despesistas das sociedades do sul, e dos governos, em particular. Com exceção da Grécia, em que essa situação efetivamente se verificou, os países restantes não apresentam evidência nesse sentido: a causa fundamental é a acumulação insustentável de dívida por parte do sector privado em vários países europeus. O grande problema é que, quando o sector privado é obrigado a fazer a desalavancagem dessa dívida, a única forma de evitar os efeitos recessivos é, precisamente, fazer com que os governos possam intervir na economia de modo a evitar uma poderosa espiral recessiva. Em uma primeira etapa de resposta à crise da dívida, esse foi o procedimento adoptado, mas rapidamente foi substituído por fortíssimas políticas restritivas que visavam reduzir o peso da dívida pública em relação ao produto gerado. Naturalmente, e aqui tratamos basicamente de uma questão aritmética, se o PIB diminui por virtude das medidas de austeridade aplicadas, o rácio representado pelo peso da dívida pública em relação ao PIB acaba por aumentar, ao contrário do que estava previsto. Em síntese, a austeridade orçamental acabou por tornar insustentável o processo de desalavancagem, originando uma recessão profunda em vários países europeus, a consequente rejeição por parte da opinião pública das medidas de austeridade e o enfraquecimento significativo da aceitabilidade social e política da própria ZE (De Grauwe, 2013).

7 A EXCEPCIONALIDADE DA UEM E A QUESTÃO DAS DISPARIDADES

Outra grande questão levantada por esse processo de integração monetária é, precisamente, a sua contextualização histórica. A maior parte das experiências que envolvem o estabelecimento de uma união monetária e a emergência de uma moeda comum a vários países ocorreu em simultâneo, ou foi imediatamente seguida, com um processo de integração política. A reunificação alemã, em 1990, constitui um exemplo perfeito desta sequência (Dévoluy and Koenig, 2011).

A UEM europeia representa uma exceção notável a esse procedimento: os líderes europeus concordaram na substituição das moedas nacionais, símbolos da soberania nacional, por uma moeda comum, mantendo os respetivos governos, instituições e orçamentos nacionais. Essa sequência de eventos reflecte, do nosso ponto de vista, uma visão demasiado economicista e comercial da integração europeia, muito afastada da vontade política dos *pais fundadores*, o que pode pôr em causa a sustentabilidade do próprio processo de integração.

Pode dizer-se que o estágio de integração na Europa atingiu um curioso, e preocupante, *status quo*: dezassete países partilham moeda e política monetária comuns, embora mantendo uma relativa soberania na definição da política orçamental. A política fiscal, por seu turno, é essencialmente responsabilidade de cada Estado-membro. Entretanto, o orçamento comunitário representa apenas 1% do PIB comunitário, o que inviabiliza, naturalmente, qualquer tentativa de fazer funcionar os estabilizadores automáticos.

Poder-se-ia afirmar, com relativa tranquilidade, que todos esses factores não seriam demasiado preocupantes caso se verificassem duas, ou pelo menos uma de duas condições: que as economias em causa fossem relativamente homogêneas, do ponto de vista do desenvolvimento socioeconómico; que os Estados-membros envolvidos no processo de integração partilhassem da mesma cultura institucional e política, traduzida, entre outros aspectos, na identidade de preferências na orientação da política económica, nomeadamente monetária e orçamental. Como iremos ver, nenhuma das duas condições se verifica, o que agrava as dificuldades de prosseguir a integração monetária, particularmente em um contexto de crise financeira global.

Efetivamente, apesar de constituir um dos blocos mais prósperos a nível internacional, a UE apresenta uma paisagem caracterizada por elevadas disparidades no nível de vida e de desenvolvimento dos países e das regiões que a compõe. Essas disparidades têm vindo a acentuar-se com os sucessivos alargamentos a que foi sendo sujeito o espaço comunitário, já que, em cada um destes alargamentos, foi sempre um dos novos EM a ocupar o último lugar na escala de rendimentos (Costa, 2004).

Em 1958 – e também em 1951, com a formação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (Ceca) –, existiam seis membros fundadores, com estruturas económicas e rendimentos *per capita* similares (Costa, 2004). A única exceção a essa homogeneidade era constituída pelas regiões do Sul da Itália, o que não levantava grandes tensões, uma vez que se tratava de áreas pouco povoadas, com escasso peso nos mecanismos de tomada de decisão comunitários. Mas este foi o único momento na história da integração europeia em que a homogeneidade entre países e regiões era uma das imagens de marca de todo o processo. O primeiro alargamento da CEE ocorreu em 1973, e traduziu-se na entrada de três novos países: o Reino Unido, a Dinamarca e a Irlanda. Se a entrada da Dinamarca e, em menor escala, do Reino Unido, não colocava desafios de monta para o processo de integração, a adesão da Irlanda era um caso substancialmente diferente, uma vez que representava a entrada, no poderoso e próspero bloco regional, de um dos países mais pobres da Europa. Na verdade, no momento da adesão,

o rendimento *per capita* da economia irlandesa representava cerca de 50% da média do PIB por habitante no conjunto dos países pertencentes ao espaço comunitário (Costa, 2004). No entanto, essas diferenças, muito substantivas, não despertaram grandes preocupações junto dos governos da época, dado o escasso peso da população irlandesa no total da população comunitária (pouco mais de 3 milhões de habitantes, para um conjunto de 256 milhões, ou seja, pouco mais de 1% do total).

Mas o problema das assimetrias entre países viria a acentuar-se ao longo dos anos, com os sucessivos alargamentos da CEE/UE. Com a exceção do alargamento ocorrido em 1995 (com a adesão da Áustria, da Finlândia e da Suécia), foi sempre um dos novos aderentes a ocupar o último lugar na escala do rendimento *per capita*. Para além do alargamento de 1973, como já verificamos, o mesmo sucedeu em 1981, com a entrada da Grécia; em 1986, com a adesão de Portugal e da Espanha; e, naturalmente, em 2004 e 2007, com a adesão de um grupo de países da Europa Central e Oriental (Hungria, Polónia, República Checa, Eslováquia, Estónia, Lituânia, Chipre e Malta, em 2004; e Bulgária e Romênia, em 2007).

De acordo com os dados disponíveis (EC, 2012), podemos identificar o impacto dos sucessivos alargamentos da CEE/UE em um conjunto de indicadores. Naturalmente, todos implicam um acréscimo no PIB total e na população. Como atestam os dados do Eurostat e de outros autores (EC, 2012; Costa, 2004), o o alargamento de 1995 foi o único a ter uma influência positiva sobre o PIB *per capita* do bloco de integração, e apenas em 0,1 p.p. A entrada das duas economias ibéricas, em 1986, traduziu-se em uma quebra de mais de 6 p.p. no rendimento *per capita*, enquanto os alargamentos de 2004 e de 2007 representaram quebras de 15 e 7 p.p., respetivamente, no mesmo indicador.

Em 2010, o PIB *per capita* na UE variava entre 43% da média comunitária, na Bulgária, e 283% da mesma média, no Luxemburgo (EC, 2012)

E se considerarmos as assimetrias entre regiões, a situação é ainda mais dramática: o habitante médio da região de Inner London (no Reino Unido) evidencia um PIB *per capita* doze vezes superior ao do habitante médio em Sverozapaden (na Bulgária). No contexto mais restrito da ZE, a situação não é substancialmente diferente: o PIB *per capita* no Luxemburgo é 5,5 vezes superior ao da região de Slovensko (na Eslováquia). E ambas as regiões partilham a mesma moeda, a mesma política monetária, e, gradualmente, os mesmos constrangimentos monetários.

E, embora o PIB *per capita* seja considerado, pela maior parte dos estudos, o melhor indicador disponível para avaliar o processo de convergência real entre as economias, existem outros indicadores que revelam diferenças estruturais entre os países envolvidos no processo de integração. Uma das diferenças mais marcantes relaciona-se com a produtividade do trabalho. Considerando a média da UE com 27 EMs como base 100, o PIB por pessoa empregue é 70% mais elevado no Luxemburgo, 27% na Bélgica e mais de 15% na Áustria (EC, 2012). No extremo oposto, temos países como Portugal, com uma produtividade do trabalho que é 30% mais baixa do que a média europeia, o que significaria, *ceteris paribus*, que o trabalhador português evidencia uma produtividade 100% mais baixa do que os seus colegas luxemburgueses.

Ora, sendo conhecido que grande parte da população do Luxemburgo é de origem portuguesa, a baixa produtividade do trabalho em Portugal não pode ser considerada, anedoticamente, uma questão genética, mas, como aliás já o demonstram vários estudos desenvolvidos, um problema mais estrutural, que passa, para além da fraca qualificação da população ativa, pelas formas de combinação do capital físico e do capital humano e pela eficácia da liderança e da gestão de recursos humanos em Portugal, assim como pelo funcionamento das instituições (Costa, 2013).

Do nosso ponto de vista, essas disparidades marcantes entre países e regiões no seio da UE colocam, de forma inequívoca, aquele que é um dos principais paradoxos da construção europeia: o aprofundamento do processo de integração, traduzido no mercado interno e na união monetária, que implica a definição de políticas econômicas com objectivos e instrumentos cada vez mais harmonizados.

8 OS DESAFIOS DA PERIFERIA EUROPEIA E A POSIÇÃO DA ALEMANHA

O acrônimo Pigs (Portugal, Itália, Grécia e Espanha) ou Piigs (se juntarmos a Irlanda), é muitas vezes utilizado de forma pejorativa para designar um conjunto de países, associados maioritariamente à localização geográfica das margens do Mediterrâneo, caracterizados por uma estrutural instabilidade em matéria financeira e monetária, a que se associa um permanente *deficit* de produtividade. Estes países têm estado, nos últimos meses, sob fogo cerrado da ação dos especuladores financeiros e das agências internacionais de *rating*, que, de forma sistemática, desenvolvem ações para aumentar os prêmios de risco sobre os respetivos títulos da dívida pública, aumentando a incerteza sobre a capacidade de solvência das economias em causa.

Esses são alguns dos vectores comuns aos países em causa. Especificamente, embora a situação global dos Pi(i)gs seja muito delicada, existem diferenças significativas entre eles que justificam uma abordagem diferenciada. A situação grega é, claramente, a mais preocupante, não só porque revela os maiores desequilíbrios orçamentais (*deficit* e dívida pública), mas porque evidenciou um historial de falta de transparência e adulteração das contas públicas que a descredibilizou fortemente junto dos investidores internacionais. A Espanha, embora com menores desequilíbrios orçamentais e maior índice de poupança, face à Grécia, apresenta uma taxa de desemprego que se aproxima dos 30% (mais de 50% dos jovens entre os 15 e os 24 anos estão sem emprego) e um crescimento que se manteve à conta de uma enorme bolha imobiliária e creditícia, cuja implosão afigura-se dolorosa. A Itália está em melhor forma, do ponto de vista financeiro, do que os restantes Pi(i)gs, e regista um progresso muito mais significativo do que os países restantes na implementação de reformas estruturais (fiscais, mercado de trabalho), para além de os seus mecanismos de supervisão bancária terem sido muito mais eficazes do que nos países restantes, protegendo o respetivo sector financeiro do descalabro verificado em outras economias.

Finalmente, Portugal, cujo problema não é tanto financeiro quanto económico. Ou seja, sem questionar a necessidade de equilibrar as contas públicas, julgamos que o problema principal é a falta de competitividade estrutural da economia portuguesa, nomeadamente nos sectores transacionáveis, sujeitos à concorrência internacional. Portugal experimentou uma década de estagnação do crescimento económico praticamente desde a entrada para o euro, em 1999, com o PIB a crescer abaixo da média comunitária, comprometendo a tão necessária convergência real; com um *deficit* permanente da balança corrente, apenas compensado parcialmente pela *performance* do sector turístico, revelando, entre outros aspetos, um persistente desequilíbrio no sector agroalimentar, o que evidencia uma extraordinária ausência de preocupação com a autossuficiência alimentar, de importância estratégica em qualquer economia, assim como a desvalorização de outras áreas de grande potencial estratégico. Com uma política de formação do capital humano que, para além de revelar uma instabilidade permanente (mais de vinte ministros da Educação em trinta anos!) evidencia uma incapacidade estratégica em perceber que na ausência de programas de desenvolvimento do potencial educativo e formativo de médio/longo prazos e correspondentes estratégias de inserção no

mercado de trabalho nacional, as principais vítimas serão os níveis de produtividade dos recursos humanos e a “fuga” dos profissionais mais qualificados, depauperando ainda mais o debilitado potencial competitivo português.

Se todos esses factores foram atenuados durante o período de abundante afluência de fundos estruturais para a economia portuguesa, ainda que com um retorno medíocre face ao capital investido, a crise econômica global veio demonstrar a fragilidade das bases do crescimento econômico português. A entrada na ZE veio evidenciar, de forma crua, todas essas realidades: depois de uma *performance* satisfatória no cumprimento dos critérios de convergência necessários à entrada na UEM, Portugal, assim como a Grécia, beneficiou-se de uma conjuntura extremamente favorável, com taxas de juro reduzidas e uma moeda forte e credível na cena internacional. Em vez de tirar proveito desse contexto para introduzir as reformas estruturais (orçamentais-fiscais, mercado de trabalho, inovação, sistema educativo, funcionamento das instituições), aproveitou para aumentar substancialmente o nível de endividamento (público e privado), muitas vezes em bens de consumo corrente ou de investimento sem retorno apreciável. Naturalmente, como seria expectável, a factura está agora a pagamento.

Entretanto, os mercados financeiros, as agências de *rating* e mesmo as grandes empresas transnacionais não são, legitimamente, instituições de caridade, agindo para satisfação das necessidades colectivas ou com preocupações sociais. Nem têm de o ser. O seu objectivo é obter a maior rentabilidade na aplicação dos seus recursos, e prestar contas aos respetivos acionistas. Naturalmente, o que tem de existir são mecanismos de regulação e supervisão eficazes, em um contexto nacional, internacional e multilateral que refreie as tentativas menos éticas e mais iníquas de cumprir os objectivos acima referidos. No contexto da crise financeira e global que assolou a economia mundial nos últimos três anos, as ações dos especuladores, das agências de *rating*, dos *hedge funds* e de outros atores do mesmo cariz, foram tão reprováveis como a passividade dos atores políticos, econômicos e académicos que seriam responsáveis pela regulação e supervisão do sistema. Já sabíamos desde 1930, ou mesmo antes, que os mercados não se autorregulam, não são eficientes, têm falhas no seu funcionamento. E sabemos também que existem agentes econômicos que tiram proveito das falhas do sistema para obter os maiores ganhos possíveis. É natural. Se não existirem mecanismos de supervisão e vigilância que os impeçam de fazer isso, é o sistema que está a falhar no cumprimento das suas missões de base, não os agentes que conseguem destruir a credibilidade das economias para conseguir atingir objectivos particulares.

A prossecução, nomeadamente por parte dos Pi(i)gs de políticas pouco rigorosas ou credíveis, que insistam na permanência dos erros cometidos até agora e não prevejam a implementação de reformas estruturais integradas e sustentáveis, contribuirá, certamente, para ajudar os agentes de mercado já referidos a fazer as apostas mais rentáveis que conseguirem, mesmo que, para tal, seja necessário comprometer a credibilidade de países ou regiões. Da mesma forma, se esses esforços de reforma não contarem com a solidariedade, declarada e efetiva, dos países mais poderosos da cena econômica mundial, poderão fracassar perante a violência da tempestade que assola os participantes no sistema econômico e monetário internacional.

A situação da Grécia, e de outros, poderia ser reversível, embora o percurso não seja, de todo, fácil. As soluções para a recuperação da economia grega passam por uma desvalorização acentuada da moeda nacional, para recuperar a competitividade, ou por um doloroso processo de descida dos preços internos. Ora, a primeira hipótese está fora de causa, uma vez que não existe uma moeda nacional, mas uma moeda partilhada por dezassete países.

Ainda, a existir essa desvalorização, para além do beneficiário principal ser a Alemanha, que já é a economia mais competitiva da região, os efeitos imediatos dela poderiam ser nocivos antes de serem positivos, já que acentuariam o temor de um risco de bancarrota por parte de algumas economias da ZE. A alternativa, que está já a ser ensaiada (reduções de preços e salários, fortes cortes na despesa pública, reformas estruturais), acarreta elevados níveis de contestação social, para além de arriscar criar um clima recessivo. Entretanto, grande parte da dívida grega é detida por instituições financeiras europeias, com destaque para os bancos alemães, que, naturalmente, irão procurar proteger o seu investimento.

Face à impossibilidade, pelo menos enquanto a Grécia se mantiver na ZE, de adoptar a primeira solução, a implementação de um conjunto de reformas que tenham como objectivo imediato a redução da despesa pública, parece ser o meio mais imediato de tentar aclamar os frémios dos mercados. Mais uma vez, para além, naturalmente, de o êxito de tais medidas depender da estratégia e da firmeza do governo grego em suportar a contestação social e o provável agravamento do clima recessivo que resultarão de tais medidas, um factor crucial será o comportamento das economias restantes da ZE, com destaque para a Alemanha. Efetivamente, o remédio tradicional para os países capturados no tipo de crise que Espanha, Grécia, Portugal e Irlanda encontram-se é combinar austeridade fiscal com a desvalorização da moeda. Esta última costuma proporcionar à economia um sopro de competitividade, melhora o equilíbrio externo, e reduz a perda de produção e de desemprego que acompanham os cortes fiscais. Mas a adesão destes países à ZE priva-os desta ferramenta poderosa, embora, deva realçar-se, a depreciação do euro em si é de interesse limitado, pois, em média, cerca de 50% do comércio é realizado dentro da ZE.

Em uma outra vertente, temos a posição alemã, de difícil compreensão para os países que estão a passar por dificuldades orçamentais, e que acusam as autoridades germânicas de falta de solidariedade. Considero que tais posições são, parcialmente, verdadeiras. A Alemanha poderia ter demonstrado uma maior compreensão perante as fragilidades de vários países, com estruturas produtivas e financeiras muito mais débeis do que as suas, em resistir aos ataques especulativos. Especialmente, quando a UEM atual foi concebida integralmente sob as condições exigidas pela Alemanha e quando tem sido esta uma das principais beneficiárias das externalidades positivas de uma moeda como o euro. A Europa fundou-se sobre a solidariedade e a necessidade de promover a manutenção da paz, mas tudo isso aconteceu há mais de sessenta anos. Os tempos mudaram, e muito.

A Alemanha da sra. Merkel já não é a Alemanha do sr. Kohl, em que os ideais de reconstrução econômica e política do pós-guerra ainda comandavam os destinos da integração europeia. Esta Alemanha é mais pragmática, mais descomplexada, mais consciente dos seus créditos e mais-valias. Já não tem que prestar contas a ninguém, já pagou todas as suas dívidas, e agora baseia-se no poder da sua economia e na capacidade da sua força de trabalho.

Acreditamos que a Alemanha tem grandes responsabilidades no agravamento da tensão atual. Em primeiro lugar, a insistência na prevenção da crise por meio da política orçamental e da supervisão europeia serviu como pretexto para não pensar acerca da gestão da crise. Mas os incêndios ocorrem com os melhores sistemas de irrigação, e os bombeiros são necessários. Em segundo lugar, a própria Alemanha contribuiu para o enfraquecimento do sistema de prevenção de crises, sendo dos primeiros EMs a violar, sem sanções, as condições do Pacto de Estabilidade e Crescimento, em 2003, e coligou-se com outros estados para enfraquecer a sua implementação. O problema grego poderia ter sido resolvido há muito tempo se os países restantes tivessem concordado em uma auditoria às suas contas.

Finalmente, a Alemanha desfrutou da sua competitividade face a outros países na ZE, não percebendo que a correspondente falta de competitividade da Grécia e de outros países estava, na realidade, a minar a própria sustentabilidade da participação destes países na ZE.

Apesar das dificuldades de vários países da ZE, a inflexibilidade alemã pode gerar um caos social; aqueles países podem sair da crise apenas se a política monetária permitir o respetivo crescimento, uma hipótese que é recusada pela Alemanha, ameaçando o euro no seu conjunto.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A construção da UEM entre os países europeus foi, provavelmente, a maior aventura que envolveu sucessivas gerações de cidadãos comuns, especialistas académicos e líderes políticos. Os requisitos e o compromisso que, desde o início, reconheceu-se serem indispensáveis para o sucesso do projeto revestiam-se de uma ambição que só seria concretizada se existisse uma vontade política sólida e partilhada entre todos. E, como vimos, a UEM foi, essencialmente, um projeto político cujas origens e finalidades remontam ao período dos grandes conflitos entre os países europeus, culminando na Segunda Guerra Mundial. A reunificação alemã, no início da década de 1990, traduziu a nova posição da Alemanha na Europa e no mundo, e constituiu, paradoxalmente, o mais poderoso dínamo para o avanço da integração monetária europeia, embora por razões diferentes para os vários atores envolvidos.

No entanto, esse projeto político não teve em conta os fundamentos económicos indispensáveis à sua fundação e sustentabilidade, uma lacuna que se tornou dolorosamente visível por meio da incapacidade de diagnosticar as causas profundas da crise da dívida soberana e de dotar as instituições europeias dos meios e filosofias de ação mais adequados.

Entretanto, os sucessivos alargamentos deram origem a um espaço cada vez mais heterogêneo, constituído por países e regiões com necessidades diferentes no que respeita à orientação das principais políticas macro e microeconómicas. A difícil conciliação dessas duas vertentes, mais visível em épocas de crise económica profunda, é também responsável pelo agudizar das tensões no seio da Europa comunitária, sem instrumentos ou ambição política para resolvê-las.

Passados mais de sessenta anos do início formal do processo de integração, com a instituição da Ceca, a paz é um valor tão consolidado entre os cidadãos europeus que poucos recordam-se de que a principal motivação para este projeto europeu foi conseguir um compromisso que evitasse a eclosão de futuras guerras entre os países europeus. A economia e a moeda foram, fundamentalmente, os instrumentos mais adequados para desempenhar essa missão, pelo que se instalou entre os líderes políticos europeus a ideia de que se poderiam facilmente adaptar os mecanismos económicos aos requisitos políticos, sem preocupações adicionais.

No entanto, é preciso não esquecer que as potencialidades da economia e da política europeias serão claramente maximizadas se for adoptada uma óptica que privilegie a integração das economias no seu conjunto, que assente em uma real coordenação de políticas económicas entre os EMs, tendo sempre presente o princípio da solidariedade entre eles. Na verdade, e como refere Fitoussi (1994, p. 25): “ é a solidariedade que diferencia uma Comunidade de uma Zona de Comércio Livre”.

A vontade política de verdadeiros líderes europeus, nas décadas de 1960 a 1980, dotados de sensibilidade cultural e visão estratégica, foi o elemento fundamental que permitiu avançar decisivamente no aprofundamento da construção europeia e ultrapassar vicissitudes

de projetos, talvez tecnicamente imperfeitos, mas política, econômica e moralmente inspiradores. Para além de toda a arquitetura técnica e institucional necessária a projetos com a envergadura da UEM, a Europa será sempre aquilo que os seus povos e líderes quiserem que ela seja.

REFERÊNCIAS

- BALDWIN, Richard; WYPLOSZ, Charles. **The economics of European integration**. New York: McGraw-Hill, 2004.
- BAYOUMI, Tamin; EICHENGREEN, Barry. **Shocking aspects of European monetary integration**. Cambridge: NBER, 1992. (Working Paper, n. 3949).
- BEARCE, David. **Monetary divergence: domestic policy autonomy in the post-Bretton Woods era**. Michigan: The University of Michigan Press, 2007.
- BROZ, Lawrence; FRIEDEN, Jeffrey. The political economy of international monetary relations. **Annual Review of Political Science**, v. 4, p. 317-343, 2001.
- COHEN, Benjamin. The triad and the unholy trinity: problems of international monetary cooperation *In*: HIGGOTT, Richard; LEAVER, Richard; RAVENHILL, John (Eds.). **Pacific economic relations in the 1990s: cooperation or conflict?** New South Wales: Allen & Unwin, 1993. p.133-158.
- COSTA, Carla. **Economia e política da construção europeia**. Lisboa: Ed. Terramar, 2004.
- _____. **Crises financeiras na economia mundial**. Lisboa: Ed. Almedina, 2009.
- _____. Impact of the financial crises and global macroeconomic imbalances on a fragmented European Union. **Global Business & Economics Anthology**, v. 2, issue 1, p. 27-34, 2011.
- _____. O euro: a tragédia (in)voluntária da construção europeia. *In*: LARA, A. S. (Org.). **A crise e o futuro**. Lisboa: Ed. Pedro Ferreira, 2013.
- DE GRAUWE, Paul. **Economics of monetary union**. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- _____. The political economy of the euro. **The Annual Review of Political Science**, v. 16, p. 153-170, 2013.
- DE GRAUWE, Paul; VANHAVERBEKE, Win. **Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data**. London: CEPR, 1991. (Discussion Paper, n. 555).
- DÉVOLUY, Michel; KOENIG, Gilbert. **L'Europe économique et social: singularités, doutes et perspectives**. Strasbourg: Presses Universitaires de Strasbourg, 2011.
- EC – EUROPEAN COMMISSION. **One market, one money**. Brussels: EC, 1990. (Relatório Emerson).
- _____. Maastricht Treaty (consolidated version 2002). **Official Journal of the European Communities**, Brussels, C 325, v. 45, p. 5-32, 24 Dec. 2002.
- _____. **Eurostat**. [s.l.]: [s.n.], 2012.
- ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **The monetary policy of the ECB**. Brussels: ECB, 2004.
- ECKARD, Hein; ACHIM, Truger. European monetary union: nominal convergence, real divergence and slow growth? **Structural Change and Economic Dynamics**, v. 16, issue 1, p. 7-33, 2005.
- EUROPA. Conselho Europeu. **Conclusões do Conselho Europeu**. Bruxelas: Conselho Europeu, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/rYuD1k>>.
- FELDSTEIN, Martin. The failure of the euro. **Foreign Affairs**, v. 91, n. 1, Jan.-Feb. 2012.

- FITOUSSI, Jean. **Entre convergence et intérêts nationaux**: L'Europe. Paris: FNSP, 1994. (Collection OFCE).
- FLEMING, Marcus. **Essays in international economics**. Cambridge: Harvard University Press, 1972.
- FRANKEL, Jeffrey; ROSE, Andrew. An estimate of the effect of common currencies on trade and income. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 2, p. 437-466, 2002.
- KENEN, Peter. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *In*: MUNDELL, Robert A.; SWOBODA, Alexander (Eds.). **Monetary problems of the international economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1969. p. 41-60.
- HALL, Peter. The economics and politics of the euro crisis. **German Politics**, v. 21, n. 4, p. 355-371, Dec. 2012.
- MCKINNON, Ronald. Optimum currency areas. **The American Economic Review**, v. 53, n. 4, p. 717-725, 1963.
- MUNDELL, Robert. The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 74, n. 2, p. 227-257, 1960.
- _____. A theory of optimum currency areas. **The American Economic Review**, v. 51, n. 4, p. 657-655, Sept. 1961.
- VERDUN, Amy. The euro has a future! *In*: ZIMMERMANN, Hubert; DUR, Andreas (Eds.). **Key controversies in European integration**. New York; Hampshire: Palgrave MacMillan, 2012.