



# Lições Político-Económicas da Transição Portuguesa para o Euro (1986-1999)

*Miguel Rocha de Sousa*

RESUMO:

Ilustramos a transição portuguesa para o euro num contexto político-económico, construindo um índice de confiança bivariado, baseado em Rocha de Sousa (1998, 1999a,b, 2001). Para além disso procurámos compreender se o euro funcionou como um instrumento de integração político-económica. O artigo tem a seguinte estrutura: secção 1 descreve o processo de construção monetária Europeia, a secção 2 ilustra a necessidade de consolidação orçamental pré-euro, a secção 3 ilustra a noção de credibilidade monetária e a construção de um índice de confiança bivariado, a secção 4 ilustra o papel do BCE e do SEBC, a secção 5 avalia o impacto do euro em Portugal, e a secção 6 avalia os dez anos após a criação do euro recorrendo ao relatório da Comissão Europeia (CE, 2008), e finalmente a secção 7 conclui.

PALAVRAS-CHAVE:

BCE, Credibilidade, Euro, Europa, Integração Europeia, Par Ministro das Finanças / Governador, Portugal, UEM.

## 1. Introdução: O nascimento do Euro

*“O sonho de Jean Monnet que a integração europeia eliminaria os conflitos pode tornar-se uma desilusão. A França e outros países não partilham a fixação alemã numa moeda forte – ou a sua visão hegemónica. Um banco central europeu responderá pouco a desemprego local, enquanto que a união política removerá as pressões competitivas na Europa para as reformas estruturais, promovendo protecção e conflito com os EUA. Uma Europa de 300 milhões de habitantes e um exército independente pode ser uma força para a paz mundial, mas a guerra também pode ser uma hipótese distinta.”*

*Feldstein (1997b) [tradução livre e adaptada]*

O euro é a moeda única adoptada em 1 de Janeiro de 1999, por 11 países, que já tinham assinado previamente o tratado de Maastricht. Em Janeiro de 2001 a Grécia juntou-se ao euro, depois Malta, Chipre (2004) e Eslovénia (2007) juntaram-se, somando-se a 15 países dos 27 membros da UE.

Este artigo pretende responder às seguintes questões:

- Como surgiu o euro?
- Quais são as suas causas e consequências?
- O que se pode esperar de um mundo global tri-polar, iene, euro e dólar?

Greenspan (2008: 11-14), o governador do Fed com maior duração de mandato, começa as suas memórias reconhecendo que o facto que mais o surpreendeu foi a construção da UEM bem sucedida e o sucesso global do Euro. Como foi este processo possível?

Note-se como podemos ver pela citação de Feldstein (1997a,b) que, este economista americano altamente conceituado esperava um falhanço da construção monetária europeia, e que eventualmente este processo poderia causar uma guerra dentro da Europa.

O processo de construção europeia começou após o desfecho da Segunda Guerra Mundial, quando Monnet e Schuman propuseram a criação conjunta da Alta Autoridade para o Carvão e do Aço. Esta ideia acabou por ser implementada como a Comunidade Económica do Carvão e do Aço (CECA) através do Tratado de Paris em 1952. Um dos objectivos explícitos do tratado foi o de pôr cobro às causas do conflito militar.

Em 1957 a criação da Comunidade Económica Europeia (CEE) veio reforçar esta ideia, pois o Tratado de Roma definiu uma união aduaneira e um conjunto de políticas comuns. O Tratado de Roma (1958), no seu artigo 157, parágrafo 1, ilustrou a seguinte ideia: “cada estado membro lidará com a taxa de câmbio como uma questão de interesse comum.”

A génese do euro é complexa e tem raízes em todo o processo de construção europeia. Para uma história detalhada da construção europeia veja-se Olivi (1998), para uma mais recente Eichengreen (2007) e para o processo político de construção do euro veja-se Quatremer e Klau (1999).

O Plano Werner para o estabelecimento de uma moeda única data dos anos 70. Depois do Conselho Europeu de Haia, foi estabelecido um objectivo comum de União Económica e Monetária (UEM). O seu nome derivou do Plano estabelecido pelo Primeiro Ministro luxemburguês dessa altura, Pierre Werner, que recebeu um mandato claro para avaliar e proceder ao seu desenvolvimento. O relatório Werner foi aprovado pelo conselho em Março de 1971. Este previa três fases de implementação até 1980. No entanto, o plano tornou-se inalcançável devido ao primeiro e segundo choques petrolíferos (1973 e 1979), com a agravante da *débacle* do sistema de câmbios fixos de Bretton Woods.

Com o colapso do sistema de Bretton Woods de câmbios fixos, foi criada em 1972 a Serpente Monetária, no qual foi estabelecida uma banda de flutuação dentro de um túnel (van Ypperselle e Kouene, 1985). A partir desta base foi criado em 1979 o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME).

O MTC do SME fixava uma paridade central das diferentes moedas europeias face a um cabaz de moedas, o dito ECU – European Currency Unit. O diferente peso das diferentes moedas europeias no cabaz ECU era dado pelo diferente peso do comércio externo de cada país no peso do comércio total europeu. O SME tinha inicialmente duas bandas, uma banda larga de flutuação de mais ou menos 6% em torno da paridade central, e uma banda estreita de mais ou menos 2,5%. Os países aderentes ao euro tinham primeiro de aderir à banda larga e teriam de permanecer pelo menos dois anos na banda estreita.

No entanto de Setembro de 1992 até Agosto de 1993, o MTC do SME entrou numa crise maior. As moedas nórdicas e libra foram forçadas a sair do sistema. Para evitar o colapso do sistema, uma reunião extraordinária do ECOFIN decidiu o alargamento das bandas de mais ou menos de 15%. Obviamente, esta medida resolveu o problema, transformando o sistema num sistema de flutuação suja

(managed float), o que na prática passou a um sistema de flutuação pura (uma moeda podia oscilar quase 30%). Isto era oposto aos objectivos iniciais da construção monetária europeia que eram os de congelar (ou fixar) as taxas de câmbio das moedas europeias no período pré-euro – veja-se Buitter, Corsetti e Pesenti (1998).

O Tratado da União Europeia, foi negociado em 1991, com o objectivo de aprofundar a CEE, e a organização passou a chamar-se União Europeia (UE), procurando atingir para além da União Monetária Europeia, uma união económica – a ideia passou a chamar-se um mercado, uma moeda. Os critérios de Maastricht, 3% do défice público em relação ao PIB como limite, e da dívida 60% em relação ao PIB, a taxa de inflação não deveria exceder em 1,5% a média das inflações dos 3 países com inflação mais baixa, e não deve exceder em 2% a média das três taxas de juro mais baixas. Estes critérios emergiram como uma pré-condição para o euro.

## **2. O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e a necessidade de consolidação orçamental pré-euro.**

40

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) emergiu da imposição alemã derivada do medo da falta de disciplina orçamental, essencialmente dos países latinos. O PEC é constituído por três documentos que tendem a regular os procedimentos efectivos e preventivos no caso de surgimento de défices orçamentais excessivos.

De acordo com Duisenberg (1997), o falecido primeiro Governador do BCE, o PEC deveria ter duas funções: prevenção, com o objectivo de evitar o surgimento de défices excessivos, e dissuasão, o que fazer no caso de existência de um défice excessivo.

A regra geral deveria ser que um país nunca poderia exceder o tecto dos 3% do PIB. No longo prazo este país deveria procurar atingir um défice nulo, ou se possível um superávite. A emergência de um défice excessivo despoletaria o seguinte mecanismo: Primeiro, obrigaria a um depósito não remunerado no BCE proporcional ao excesso do défice acima dos 3% (com um tecto máximo limite de 0,5% do PIB). Em segundo lugar, se a situação não for corrigida, i.e. o défice atingir um valor abaixo dos 3%, então o depósito não remunerado seria transformado em multa efectiva, que eventualmente seria redistribuído por todos os membros da Euro-zona (exceptuando-se obviamente o caso do país faltoso).

Podemos ponderar o porquê da necessidade de rigor da disciplina orçamental para os membros do euro? A literatura económica e os banqueiros centrais têm mostrado uma ligação causal de excesso de despesa pública e inflação. Foi mostrado que em países em que não há disciplina orçamental, a inflação tende a surgir. Isto ocorre deste modo, porque despesa orçamental sem o correspondente aumento de receitas, leva para a mesma oferta agregada, a uma expansão da procura agregada, que levaria inevitavelmente a subida de preços e logo a inflação.

O papel dos preços numa economia de mercado compreende uma função tripla, como Friedman e Friedman (1980) defendiam: 1) índice de escassez, se um bem é escasso é caro, se é abundante é barato; 2) tem um papel na redistribuição do rendimento; 3) tem um papel de mecanismos de incentivos para os agentes agirem conseqüentemente.

Devido à aversão alemã à inflação, muito clara devido à contenção monetária que o Bundesbank tem sempre mostrado, e que resultou dos despojos da Primeira Guerra Mundial, em que devido às conseqüências da guerra, os preços cresceram de 1 em 1922 para dez mil biliões em final de Novembro de 1923. Friedman (1992: 170) diz-nos mais: *“durante a hiper-inflação alemã no pós Primeira Guerra chegou a uma média de mais de 300% ao mês.”* Para o caso da Hungria, no final da Segunda Grande Guerra, diz-nos que a taxa de crescimento foi mais de 12 000% ao mês, e os preços subiram 20000% num ano completo. Neste caso a moeda perdeu todo o seu valor e as suas funções, de tal modo que foi necessário adoptar uma moeda alternativa, nomeadamente cigarros. Isto era devido ao facto de que os cigarros manteriam o seu valor (desde que não fossem fumados!) e que permitiriam tabelar os preços dos bens e servirem de meio de troca.

O PEC para além de impor limites ao uso da disciplina orçamental, também permitia atingir um défice superior a 3%, essencialmente desde que houvesse uma recessão de pelo menos de 1,25% para um dado período de tempo.

### **3. Credibilidade monetária: a necessidade e sua definição.**

#### **O Escudo na Transição**

A credibilidade da política económica é um dos conceitos mais defendidos por economistas. Brunetti, Kisunko e Weder (1998) propuseram uma nova abordagem baseada em inquéritos às empresas e como indicador da credibilidade das regras. Utilizando um inquérito com dados de 73 países e 3800 empresas um es-

tudo de crescimento e de investimento indicam que a baixa credibilidade de regras é associada a taxas de investimento e crescimento mais baixas.

Demerstzisz e Hallet (2007) estudam o efeito da transparência dos bancos centrais em teoria e na prática, nomeadamente o seu impacto na inflação e no gap de output, utilizando um pequeno modelo analítico para um banco central com transparência imperfeita. A sua principal conclusão é que as magnitudes médias das variáveis dos modelos (inflação e hiato de output) não são afectadas por transparência imperfeita (utilizando uma medida de Eijffinger e Geraats) mas só a variabilidade (variância) é de facto afectada.

A credibilidade da política económica pode ser definida, como um viés entre o que é anunciado por um agente económico específico (nomeadamente um estado ou BC), e o que de facto acontece – veja-se por exemplo Blinder (2000) e Cukierman (1992), e ainda Blinder 1998 define regras simples para a política monetária. Cukierman (1992) define a credibilidade de um banco central a partir de um índice compósito, no qual a duração potencial do mandato de um governador é tida em conta. Cecchetti e Krause (2002) analisam a estrutura do banco central, a eficiência de política e performance macroeconómica, em termos de performance empírica. Herrendorf (1999), Herrendorf et al. (2003) analisam o papel de uma política monetária independente.

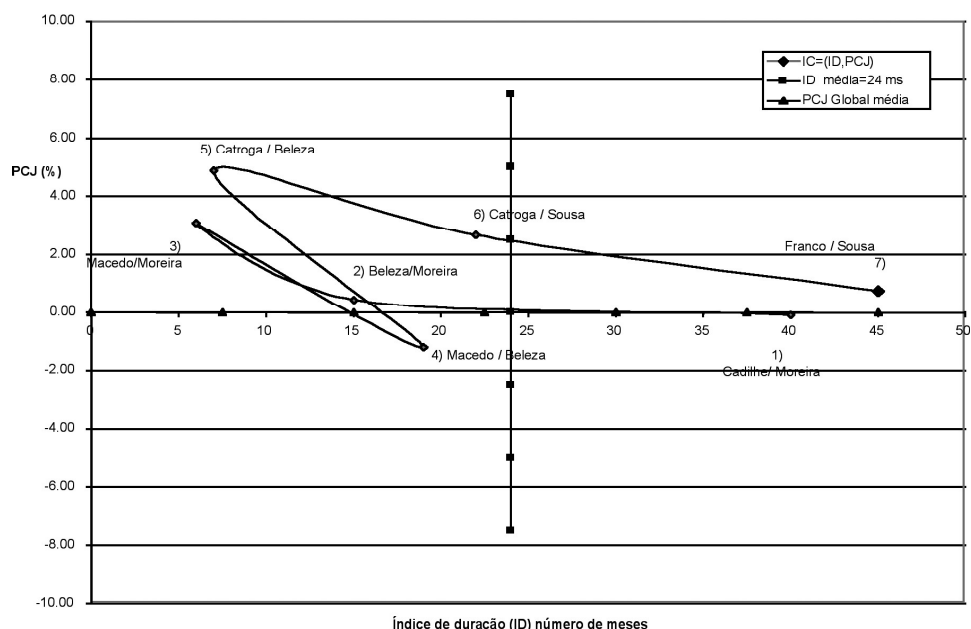
Partindo destas ideias defini uma das coordenadas de um índice de credibilidade como a duração do par de Ministros das Finanças/Governador – este par foi pela primeira vez analisado por Braga de Macedo (1997), mas desta feita em termos de duração efectiva em termos de duração potencial do par:  $48 \text{ meses}/2 = 24 \text{ meses}$ , sob a hipótese que a renovação do mandato de ministro das finanças terá lugar a meio do mandato do governador. Há alguns outros estudos sobre ciclos políticos dos quais Alesina et al. (1997) é um bom survey. Lijphart (2007: cap. 13) apresenta uma apreciação política da credibilidade dos bancos centrais. Este baseia-se nos estudos já referidos por Cukierman, e constrói um quadro onde as médias das diferentes abordagens, e fá-lo para o período de 1945-1996 – veja-se o seu quadro 13.1. (Lijphart 2007: 221).

Note-se que as transições políticas dos governos têm sido analisadas em geral, entre outras, por Costa Lobo (2005).

Torres (1996: cap. 3) salientou a importância da responsabilização política e também tentou definir a economia política da UEM. Outros autores, por exemplo Braga de Macedo (1996) analisou a transição portuguesa como uma questão de

“vender estabilidade interna, ganhar credibilidade externa”. Giordano e Persaud (1998, cap. 5) abordam o mesmo problema, independência dos bancos centrais e ilustram com o caso de Bundesbank. Giovannini (1995) sumaria em muito a problemática da transição: a necessidade de fixar taxas de câmbio (o contexto, Giovannini 1995, 7-95), a necessidade de um BCE independente (Giovannini, 1995: 127-144) e finalmente abordam a questão da transição – Giovannini (1995: 315-366).

FIGURA 1. Índice global de confiança (IC) bivariado para par Min/Gov



Num estudo propôs um índice de credibilidade para a economia portuguesa, nomeadamente o par Ministro das Finanças/Governador – veja-se Rocha de Sousa (1999a, b, 2001). O índice tem dois componentes, o primeiro é a duração do mandato do par (comparativamente à duração esperada do par), e sendo a outra o desvio da paridade coberta do juro (do Escudo fazendo face ao DEM, peseta e dólar). A Figura 1 apresenta uma versão simplificada do gráfico bivariado da credibilidade dos diferentes pares de Ministros das Finanças/Governadores da transição político-económica portuguesa para o euro. A primeira coordenada (ID)

índice de duração em meses efectivos face ao potencial, a segunda coordenada (PCJ – desvio da paridade coberta do juro) é uma medida da eficiência da antiga moeda portuguesa face às outras moedas para os respectivos pares de mandatos. Claramente a evolução mostra que a integração monetária portuguesa começou com um par credível (Ponto 1, Cadilhe/Moreira), e que a partir dos pares 2 (Beleza/Moreira (MF/G) até ao ponto 6 (Catroga/Sousa) houve elevada rotatividade (turbulência), mas que no junto ao final da meta então tivemos o ponto mais credível da transição – ponto 7 (Franco/Sousa). Este par final 7 tem a duração mais elevada durante a transição e teve também uma boa performance em termos de eficiência de mercado, e foi com este par que Portugal entrou na linha da frente no euro em 1 Janeiro de 1999. O lugar geométrico de maior credibilidade é a linha horizontal (com os triângulos), porque reflecte mais eficiência face a outras moedas, e deve estar para a direita da linha vertical (com os quadrados), que indica a duração média esperada do par de 24 meses. Pontos à direita da linha vertical reflectem maior credibilidade, que a hipotética linha vertical de 24 meses.

#### 4. BCE, SEBC; os riscos e benefícios de adoptar uma moeda comum

44

O Banco Central Europeu (BCE) é o guardião europeu da estabilidade de preços, porque no seu mandato tem como regras a estabilidade de preços como seu primeiro objectivo, e cuja interpretação representa uma taxa anual de inflação para a euro-zona é de 2% – veja-se Issing et al. (2001). De Grauwe (1992) apresenta os custos e os benefícios de adoptar uma moeda comum, baseada em Mundell (1961) e McKinnon (1963).

Esta postura e objectivo são uma clara herança do já referido Bundesbank e da sua postura anti-inflacionária.

A adopção do euro não veio a custo zero. Os países que adoptaram o euro, abdicaram da sua política monetária e de taxa de câmbio, e passaram a estar altamente constringidos na esfera orçamental, pelo PEC, tal como vimos na secção 2. Podem emergir problemas, nomeadamente devido a choques assimétricos, isto é se uma região é mais severamente afectada por uma recessão que uma outra região. Um exemplo de um choque assimétrico típico é o caso do choque que afectou a Finlândia devido à queda do muro de Berlim, que levou à implosão da União Soviética, que era o seu principal parceiro comercial. Para Portugal o fim do acordo Multi-fibras (MFA) levou a uma recessão acentuadíssima no norte têxtil de Portugal. O que fazer nesses casos piores?



A política monetária do BCE não será alterada só porque um país entrou numa recessão, enquanto que os outros estão numa fase normal expansionista, e mantêm deste modo uma política monetária restritiva no Conselho de Governadores. Para além disso, a política orçamental não pode ser alterada, a não ser que alguns requisitos sejam atingidos, e que seja dada uma autorização formal para exceder os 3% dos défices de PIB.

A melhor solução seria se os preços fossem flexíveis para a recessão ter lugar, deixarem os preços caírem. O problema no caso europeu é que pela experiência histórica os preços costumam ter quase uma só trajectória, a ascendente.

O ajustamento pode então passar por um ajustamento das quantidades, e numa versão mais concreta, o mercado europeu de trabalho. Se houvesse mobilidade perfeita de trabalhadores, na zona de recessão haveria emigração para as outras zonas onde há carências de trabalhadores. Este processo continuaria até o desemprego ser totalmente eliminado. Mas, no entanto neste processo ocorreria um processo de voto com os pés, e que neste processo existe também uma barreira que é a língua. Enquanto que para um americano a língua não é barreira e existe livre circulação, por exemplo, no Alentejo a barreira da língua existe, pois para emigrar para a Alemanha teriam de aprender uma nova língua. Adicionalmente, o mercado de habitação na Europa é muito mais rígido que o americano, o que reforça de novo a maior mobilidade inter-estatal entre americanos do que europeus.

Existe de algum modo uma solução adicional que poderia ter lugar nos EUA na maior parte das vezes: um orçamento federal, que transfere dinheiro de uma zona em expansão para zonas em recessão. O problema é que a nível europeu é limitado a 1,26% do PIB da UE, com o alargamento das competições por fundos, nomeadamente por estados mais pobres, de facto aumentou a competição por esses mesmos fundos.

## 5. Portugal e o estudo de avaliação de impacte do Euro

Cavaco Silva (1997) apresentou um livro generalista sobre a UEM e as suas consequências para Portugal. Loureiro (1999) tenta preencher uma lacuna na literatura económica portuguesa: a inexistência de um manual sobre a macroeconomia da UEM em português. Histórias económicas recentes sobre Portugal são Mateus (1998) e Silva Lopes (2004).

Blanchard (2007: 1) sumaria a transição para o euro como um processo difícil. “Na segunda metade dos anos 1990s, a perspectiva de entrada no euro levou a um boom de produção e um vasto défice da balança de transacções correntes em Portugal. Desde essa altura, o boom transformou-se numa recessão. Os défices da conta corrente ainda são enormes, tal como os défices das contas públicas. Este paper revê os factos, o ajustamento mais provável na ausência de mudanças mais significativas de política, e examina as opções de políticas.”

O Ministério das Finanças Português encomendou à academia um estudo do impacte do euro na economia portuguesa – veja-se Barbosa et al. (1998). O estudo era bastante extenso e as suas conclusões bastante optimistas. Salientaremos apenas algumas delas, nomeadamente as que achamos mais apelativas.

Este estudo revela a exposição da economia portuguesa ao exterior, e daí infere a ocorrência de choques assimétricos – Barbosa et al. (1998: 145). De seguida analisa os instrumentos e os mecanismos de ajustamento possíveis para combater estes choques.

Como é sobejamente conhecido o grau de abertura da economia portuguesa aumentou substancialmente desde a adesão à CEE em Janeiro de 1986. Como a exposição ao exterior aumentou, então a vulnerabilidade da economia portuguesa aos choques externos da economia portuguesa aumentou. Mas, os autores avançam com a hipótese de que com um maior grau de integração da UEM, a dessincronia dos ciclos económicos tenderia a diminuir. No entanto, a volatilidade do PIB português é mais alta do que a média da EU, mas, no entanto, o PIB português não segue o ciclo europeu – Barbosa et al. (1998: 154).

Para além disso os autores tentaram inferir se a política de taxa de câmbio que existia antes da UEM tinha um papel estabilizador, com o fito adicional de avaliar se de facto esta consistiria efectivamente na perda de mais um instrumento de política económica. Estes autores decompuseram os efeitos totais em efeitos neutrais e não-neutrais no PIB e na taxa de câmbio. Para o caso dos efeitos relativos à produção (de 1970 a 1989) os choques não-neutrais explicam 96% dos efeitos totais, e no caso da taxa de câmbio real, os choques dominantes eram os neutrais com um peso de 90% face ao efeito total – Barbosa et al. (1998: 173).

Sumariando, os choques que no passado tinham mostrado maior capacidade explicativa para a produção real, são aqueles que têm menor capacidade explicativa para a taxa de câmbio real, logo os autores afirmam (Barbosa et al. 1998: 173): “no passado, o câmbio real não terá sistematicamente desempenhado um papel

significativo como instrumento estabilizador dos principais choques macroeconómicos.” Para além disso os autores referem um facto estabelecido na literatura económica sobre Portugal, que é o de a taxa de câmbio nominal ter sido utilizada como um instrumento de combate ao diferencial de taxa de câmbio face ao exterior, e não como um verdadeiro instrumento para combater desajustamentos ou desequilíbrios macroeconómicos correntes.

Podemos recordar que a evolução da inflação portuguesa foi impressionante, decaindo de valores de dois dígitos antes dos anos 90, para valores de um só dígito – isto é irrevogavelmente um ganho de credibilidade. Como encarar o surto de inflação em Portugal dessincronizada com as diferentes evoluções de inflações na Euro-zona.

Isto poderia nascer de uma política orçamental mais restritiva, não só *de jure* mas *de facto*, através de uma real racionalização da despesa governamental.

Silva Lopes defendeu no passado recente (conferência da SEDES em 2001) que há um mecanismo adicional de ajustamento: o mecanismo de salário real. O referido estudo Barbosa et al. (1998: cap. 5) dedica toda essa secção a esse tipo de ajustamento.

Para além disso Barbosa et al. (1998) quantificaram a política orçamental através de uma análise prospectiva de cenário. Existia claramente um trade-off entre a política orçamental e a evolução da dívida portuguesa – deve existir “uma compatibilidade mútua entre estas duas variáveis”. Para atingir este duplo objectivo simultaneamente teria de se ter um excedente primário no longo prazo. Para além disso, também recomendaram um maior esforço orçamental no curto prazo, de modo a não exceder o limite de 3%. Dado o nível inicial de peso da dívida pública, a probabilidade de exceder o tecto dos 3% será maior quanto maior for o peso inicial da dívida.

O estudo também previa para o mercado de crédito e de capitais, devido à introdução do euro, um aprofundamento da liquidez, essencialmente através de fusões de vários mercados de capitais, que de facto causarem ganhos de eficiência.

Os autores também quantificaram o impacte das reduções de taxas de juro derivadas da integração na Euro-zona em Portugal. Os resultados obtidos vinham de um modelo prévio de um modelo de equilíbrio geral endógeno, já anteriormente utilizado por Gaspar e Pereira (1995).

Na sua análise de cenários concluiu que para a transição portuguesa a melhor solução é a que assegura uma redução de 50 pontos base das taxas de juro reais portuguesas face às taxas da União Europeia. Nestes casos os autores previram uma taxa real do PIB de 3,3% e 2,9% depois de adesão ao euro.

Na sua análise sectorial, baseada na CAE (classificação das actividades económicas), tentaram avaliar o impacto do euro na abertura da economia portuguesa. A maior parcela da actividade laboral, para sectores primários e secundários na estrutura nacional, tinha uma baixa exposição externa. Os sectores que tinham maior exposição externa tinham maiores custos unitários de trabalho.

Para o sector bancário, um dos mais afectados pela introdução do euro, os bancos tinham de ter em atenção a perda das receitas de actividade cambial entre os 12 da zona euro. O estudo citado da Federação Bancária da União Europeia (FBUE), diz-nos que mais de 60% dos custos directos de introdução do euro têm a ver com a introdução de novas notas e moedas, e o respectivo processamento de outros sistemas de pagamento. Cerca de 20% dos custos estão relacionados com a concessão de crédito e estão altamente relacionados com o atendimento directo ao público. Os remanescentes 20% são imputáveis á perda de operações de taxas de câmbio.

Para o sistema bancário nacional Barbosa et al. (1998: 37) estimou que os custos directos eram, para uma evolução anual de 1997 a 2001, entre 2,2% e 2,7% dos cash-flows, e 6,2% a 10,7% dos resultados líquidos.

## 6. UEM @10

O Relatório EMU @10 preparado pela Comissão Europeia (CE) avalia a evolução do euro nos seus dez primeiros anos de existência. Sumaria, as principais conclusões em torno de (EC, 2008, parte I, 9-147):

1) *Performance macroeconómica*: o relatório avalia o desempenho macro dos 11 fundadores do euro desde 1999.

2) *Sincronização dos ciclos económicos*: dentro da zona euro houve um acréscimo de sintonia dos ciclos, logo levando a justificar o euro como um factor de agregação e complementaridade económica. A volatilidade do output dentro da zona euro diminuiu, embora também tenha diminuído entre EUA, Japão e resto do mundo – mas, o decréscimo inter-euro foi mais acentuado. Isto é muito importan-

te, pois mais sincronização leva a um decréscimo da probabilidade de choques assimétricos adversos.

3) *A experiência do ajustamento*; neste capítulo o relatório descreve todos os requisitos que os 11 entrantes no euro tiveram de cumprir aquando da União.

4) *Políticas Macroeconómicas e mix de política*: Descreve a necessidade de coordenação entre a política orçamental (nomeadamente o PEC) e o papel da política monetária do BCE.

5) *Reformas dos sistemas social e do mercado de trabalho e de bens*: O envelhecimento da população europeia pressiona a sustentabilidade das pensões e dos estados providência (*welfare states*). Alguns países foram mais sensatos e adoptaram imediatamente reformas (adiamento da saída do mercado de trabalho – tal como as exigências para reforma) o que levou a soluções *forward looking* que poderão ser mais sustentáveis. Uma abordagem mais inclusiva, nomeadamente incluir imigrantes de outros (por ora) países não-UE ou não-euro, pode renovar as taxas de fertilidade, levando a uma população rejuvenescida e mais sustentável. O mercado de bens também se tornou mais integrado, políticas comuns e regulatórias tornaram-se mais coesas reforçando o papel da inovação e fomentando o papel da I&D no contexto da Estratégia de Lisboa (aprovada em 2000, durante a Presidência portuguesa do Conselho Europeu).

6) *Integração dos mercados financeiros*: A integração do mercado europeu bolsista competindo com o NYSE e o Nasdaq foi bem sucedida. Os regulamentos bancários foram redefinidos e tornaram-se mais abrangentes. No entanto o relatório já apontava para a emergência de uma bolha especulativa no mercado imobiliário e que criaria a maior recessão em tempos recentes desde o 11 de Setembro. Alesina e Giavazzi (2006: cap. 9, 109) apontavam para os conflitos de interesse emergentes nos mercados financeiros entre principais e agentes (tal como a teoria do risco moral e da selecção adversa o ilustram). Também apontavam para a divergência dos ordenados dos CEOs entre bons e maus períodos. Igualmente, salientavam que o governador do Banco Central de Itália era o segundo mais bem pago da lista dos governadores, enquanto o antigo presidente do BCE, Wim Duisenberg, já falecido, era apenas o sexto da lista (Alesina and Giavazzi, 2006: cap. 9, 113 e 117).

7) *Convergência dentro da zona euro*: Este capítulo é de uma enorme relevância pois avalia a trajectória dos quatro da coesão: Portugal, Espanha, Grécia, Irlanda. Irlanda foi o país mais bem sucedido, ultrapassando o valor da média de 100 para

o PIB da UE. A Grécia teve alguns problemas, mas mesmo assim conseguiu convergir. Restam-nos então o duo ibérico: o caso bem sucedido da Espanha e Portugal em divergência. O relatório claramente salienta que Portugal falhou na sua missão, quando comparado com Espanha. Avançam-se algumas razões: i) a taxa de câmbio de entrada do Escudo e da Peseta face ao euro; ii) a falta de reformas na economia; iii) a falta de prudência financeira nomeadamente na esfera orçamental. Quanto à primeira justificação do mau ajustamento de Portugal (após a adesão ao euro), Portugal entrou com uma paridade apenas desvalorizada em 15% face aos *fundamentals*, enquanto que a Espanha entrou com uma desvalorização da peseta face ao euro de 30%. Pode parecer surpreendente, mas o ponto fundamental é que este facto levou a uma perda de competitividade de Portugal, especialmente se tivermos em atenção que Espanha é o principal mercado de exportação português. Para além da falta de reformas, Portugal teve de enfrentar o fim do Acordo Multifibras, que criou um choque assimétrico na indústria do calçado e de têxtil do Norte de Portugal. Isto foi particularmente notório, pois Portugal passou a entrar em competição lado a lado com a China (embora esta tenha muito mais subsídios estatais de apoio e muito maior efeitos de escala) e da Índia (ambos os quais tinham baixado severamente os custos unitários de trabalho). A falta de prudência fiscal obrigou Portugal a entrar por duas vezes no protocolo de défices excessivo (EDP). No entanto, da primeira vez conseguiu ainda recuperar sozinho, da segunda vez já acompanhado pela Itália e França e mais ainda pela Alemanha, o que facilitou e libertou a pressão nesta performance.

8) *Tendências no papel internacional no papel do euro*: Mostra que o euro se tornou inevitavelmente a segunda moeda líder a nível mundial. Os seus pontos mais críticos são a América Latina e Ásia, mas a sua influência tem aumentado especialmente o seu papel como unidade de conta, meio de reserva de valor e meio de distribuição de rendimento.

9) *A evolução da governança económica*. O BCE e o euro passaram a representar a Europa. Era necessária uma integração mais profunda e ao nível político. A Convenção e o Tratado de Lisboa vieram atingir esses objectivos.

O relatório também indica os objectivos e os desafios futuros levantados pela UEM (EC 2008, parte II: 149-242): “1) *uma mudança de contexto*; 2) *promover o crescimento e o emprego*; 3) *assegurar um ajustamento eficiente e estabilizador*; 4) *qualidade e sustentabilidade das finanças públicas*; 5) *alargamento da zona euro*; 6) *gerir o papel da internacional e crescente da zona euro*; 7) *explorar as sinergias de política e os benefícios de coordenação*.”

Para além disso o relatório também se direcciona para uma análise (EC 2008, Parte III: 243-294) de: “1) o papel da agenda doméstica; 2) melhorar o papel do euro a nível global; 3) Governança mais efectiva e mais eficaz.”

## 7. Conclusão: Lições da adesão de Portugal ao Euro

Com este paper mostrámos que a transição para o euro é um processo de credibilidade, duro, longo, árduo. Na secção 3 construímos um índice de credibilidade bivariado com duas coordenadas, a duração do par (MF/GV – ministro das Finanças/Governador) e uma medida de desempenho no mercado (PCJ – desvios da Paridade Coberta de Juro), que mostrou uma certa turbulência na experiência portuguesa de adesão ao euro.

Podem-se extrair algumas lições da experiência portuguesa para futuro aderentes na zona-euro:

i) Credibilidade é altamente custosa de adquirir (1986-1999), mas facilmente perdida (2000-2009) – processo ou lição à qual chamarei **histerese na credibilidade de acesso**.

ii) A prudência fiscal deve ser sustentável de modo a não entrar em conflito com as regras europeias (nomeadamente o PEC) – lição à qual chamarei **prudência europeia cooperativa da despesa pública**.

iii) O papel da Estratégia de Lisboa, nomeadamente o papel da inovação e do capital humano é premente – Portugal investiu mais fortemente em infra-estruturas físicas do que em capital humano (educação e experiência profissional). De modo oposto a isto, a Irlanda desde os anos 70 estava já a investir em educação. Esta lição chamá-la-ei: “**Pessoas primeiro, estradas depois.**”

iv) O desenho de políticas públicas têm também de ser coordenadas com incentivos privados. Enquanto os agricultores estão a ser (fortemente) subsidiados para não produzir algumas commodities. Lição: **Coordenação dos incentivos públicos e privados**.

v) A exposição da economia portuguesa ao exterior (nomeadamente devido ao fim do acordo Multi-fibras), o grau de abertura aumentou a requalificação das capacidades de trabalho. A esta lição chamarei: **Abrir rapidamente, adaptar rapidamente, e re-estruturar ainda mais rápido**.

vi) A redução do prémio de risco, o decréscimo das taxas de juro, embora tenha começado muito antes da corrente crise financeira, dever-se-ia também ter em atenção a promoção e maior atracção de IDE. Lição: **IDE não é um dado adquirido**.

vii) Mesmo o euro vem com algum custo, uma vez assinado é irreversível, devido à pré-condição de credibilidade; logo lição final: – **Não existe alternativa (NEA)**.

Podemos sumariar a transição para e do euro como: 1986-1999 – da ilusão à credibilidade, e 2000-2009, da credibilidade à desilusão.

A principal tarefa da política, com o fim de evitar a trajectória de ilusão à desilusão, é a de criar políticas sustentáveis que por sua vez sustentarão governos credíveis e povos felizes. Estamos numa severa recessão, que não tem precedentes em décadas, a accountability, a proximidade e a legitimidade na esfera político-económico são de facto necessárias – Braga de Macedo (2008) e Mateus (2008, 2009) discutem isto mais longamente e para uma visão deste trinómio em contexto de crise veja-se Rocha de Sousa (2009). Eichengreen e Baldwin (2008) propõe uma reforma do sistema financeiro mundial. Um estudo recente do Banco de Portugal (2009), saído já no final de Novembro de 2009, detalha com grande rigor o papel do Banco de Portugal no Eurosistema, e aprofunda todas as dimensões da transição económica, financeira e monetária de Portugal nestes dez anos do euro.

Schumpeter defendia astutamente o papel da destruição criadora de uma crise. No entanto, o euro tem-se mostrado como uma boa almofada para a crise mundial. De facto, a Islândia, um dos países líderes a nível mundial em termos de desempenho de IDH (índice de desenvolvimento humano) entrou em falência porque alavancou em demasia o seu crescimento no sector financeiro e esteve de fora do euro. Embora possamos advogar NEA do euro, podemos aproveitar a crise para reforçar o papel do euro. O papel da instabilidade dos ganhos privados não deve exceder o papel da estabilidade pública. E é por isto que temos o euro para nos proteger.

## 8. Apêndice: Fonte dos dados e Agradecimentos

A fonte dos dados foi compilada a partir de Braga de Macedo e Torres (1989) e da tese de mestrado e trabalho subsequente de Rocha de Sousa (1998, 1999a,b, 2001). Este paper foi preparado para a 5<sup>th</sup> ECPR General Conference, Potsdam, Germany. Agradeço em especial a Jorge Braga de Macedo, José Miguel Gaspar, Miguel Lebre de Freitas, Alexandre Baptista por comentários a versões prévias e muito preliminares deste paper. Para além disso agradecem-se os comentários dos presentes no seminário de investigação do NICPRI. Agradeço de igual modo à minha mulher Vanessa. Todos os erros e omissões são da minha responsabilidade.



## Bibliografia

- Alesina, Alberto, Nouriel Roubini and Gerald Cohen (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, The MIT Press, Massachusetts.
- Alesina, Alberto, and Francesco Giavazzi (2006), *The Future of Europe. Reform or Decline?*, The MIT Press, Massachusetts.
- Banco de Portugal (2009), *The Portuguese economy in the context of economic, financial and monetary integration*, Economics and Research Department, November, Lisbon.
- Barbosa, A. (coord.), A. Barreto, A. N. Leite, M. Rosa, M. Abreu, M. Gouveia, M. St. Aubyn, N. Alves and V. Gaspar (1998), *O impacto do euro na economia portuguesa*, ed. D. Quixote, Lisboa, Portugal.
- Blanchard, O. (2007), "Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal.", *Portuguese Economic Journal*, 6, 1-21.
- Blinder, A. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Massachusetts, USA.
- Blinder, A. (2000), "Central-Bank Credibility: Why do we care? How do we built it?", *American Economic Review*, vol. 90 No.5, December, 1421-1431.
- Braga de Macedo, J. and F. Torres (1989), "Interest differentials, integration, and EMS shadowing: a note on Portugal with a comparison to Spain" in Silva Lopes, J and L. M. Beleza (ed.) (1989), *Portugal and the internal market of the EEC*, Bank of Portugal, Proceedings from the International Conference held in Lisbon, 173-180.
- Braga de Macedo, J. (1996), "Selling stability at home, earning credibility abroad", in Torres (ed.) (1996), ch. 2, 23-58.
- Braga de Macedo, J. (1997), "Crises? What crises? Escudo from ECU to EMU", FEUNL Working Paper n. 313, Lisbon, December.
- Braga de Macedo, J. (2008), "Globalization and Governance (G&G) under financial panic – and its national implications", *Inaugural Lecture at the Departmental Area of Management and Economics*, University of Évora, Évora, 21<sup>st</sup> October 2008, mimeo.
- Brunetti, A., G. Kisunko and B. Weder (1998), "Credibility of Rules and Economic Growth: Evidence from a Worldwide Survey of the Private Sector", *The World Bank Economic Review*, vol. 12, no. 3, 353-384.
- Buiter, W.; Corsetti, G. and Pesenti, P. (1998), *Financial Markets and European Monetary Cooperation*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Cavaco Silva, A. (1997), *Portugal e a Moeda Única*, Verbo, Lisboa.
- Chechetti, S. and S. Krause (2002), "Central Bank Structure, Policy Efficiency, and Macroeconomic Performance. Exploring Empirical Relationships", *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, July/August, pp. 46-59, recovered on 12/30/2008: <https://www.research.stlouisfed.org/publications/review/02/07/47-60Cecchetti.pdf>
- Costa Lobo, M. (2005), *Governar em Democracia*, Instituto de Ciências Sociais (ICS), Lisboa.
- Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, The MIT Press, Massachusetts, USA.

- De Grauwe, Paul (1992), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford, UK, 2nd edition.
- Demertzis, M. and A.H. Hallet (2007), "Central Bank transparency in theory and practice", *Journal of Macroeconomics*, 29, 760-789.
- Duisenberg, Wim (1997) "The impact of stability" in *Europa Novas Fronteiras*, Centre of European Documentation Jacques Delors, Lisbon, 47-49.
- Eichengreen, B. (1997), *European Monetary Unification. Theory, Practice and Analysis*, The MIT Press: USA, ch. 4, "Shocking aspects of monetary unification", 99.
- Eichengreen, B. (2007), *The European Economy since 1945. Coordinated capitalism and beyond*. Princeton University Press, Princeton, USA, ch.11, 335-378.
- Eichengreen, B.; Baldwin, R. (eds.) (2008), "What G20 leaders should do to stabilize our economy and fix the financial system", 10<sup>th</sup> November 2008, recovered on 25<sup>th</sup> March 2009 at: <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/2544>
- European Commission (EC) (2008), *EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy, vol. 2, Brussels.
- Feldstein, M. (1997a) "The Political Economy of European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability", *Journal of Economic Perspectives*, 11, 4, 23-42.
- Feldstein, M. (1997b), "EMU and International Conflict", *Foreign Affairs*, November/December.
- Frankel, J. (1989), "Quantifying International Capital Mobility in the 1980's", *NBER Working Paper*, n. 2856, USA.
- Friedman, M. and R. Friedman (1980), *Freedom to Choose, Portuguese edition as Liberdade Para Escolher*, Edições Europa-América, 42-54, Lisbon.
- Friedman, M. (1992), *Money mischiefs. Episodes in monetary history*, Portuguese edition as *O poder do dinheiro. Episódios da história monetária*, Edições Europa-América, pp. 15-26, Lisboa.
- Gaspar, V. and A. Pereira (1995), "The impact of financial integration and unilateral public transfers on Investment and growth in EC Capital- Importing Economies", *Journal of Development Economics*, 43-66.
- Giordano, F. and S. Persaud (1998), *The Political Economy of Monetary Union*, Routledge, UK.
- Giovannini, Alberto (1992), *The Debate on Money in Europe*, The MIT Press, Massachusetts, USA.
- Greenspan, A. (2008), *The Age of Turbulence* as Portuguese translation *A era da turbulência. Contribuições para Um Mundo em Mudança*, ed. Presença, Lisbon.
- Herrendorf, B. (1999), "Transparency, reputation, and credibility under floating and pegged exchange rates", *Journal of International Economics*, 49, 1, October, 31-50.
- Herrendorf, B.; Neumann, M.N. (2003), "The Political Economy of Inflation, Labour Market Distortions and Central Bank Independence", *Economic Journal, Royal Economic Society*, vol. 113(484), 43-64, January.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni and O. Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

- Lijphart, A. (1999) [2007] *Patterns of Democracy* as Spanish Translation, *Modelos de democracia. Formas de gobierno y resultados en treinta y seis países*, Ariel ed., Barcelona, 4th edition, chap. 13. “Los bancos centrales: independencia frente a dependencia”.
- Loureiro, J. (1999), *Euro. Análise Macroeconómica*, Vida Económica, Lisboa.
- Mateus, Abel (1998), *A Economia Portuguesa*, Editorial Verbo, Lisboa
- Mateus, Abel (2008) “A Crise Financeira de 2007-2008 e a Regulação”, *British Institute of International and Comparative Law and University College of London Lecture*, London, mimeo.
- Mateus, Abel (2009) “A Grande Crise Financeira do Início do Século XXI”, *bnomics*, Lisboa.
- McKinnon, R. (1963), “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 53, 717-725.
- Mundell, R. (1961), “A Theory of Optimal Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 51, 657-665.
- Olivi, Bino (1998), *L'Europe difficile. Histoire politique de la Communauté européenne*, Ed. Gallimard, Folio, Histoire, France.
- Quatremer, J. and T. Klau (1999), *Ces hommes qui ont fait l'euro. Querelles et ambitions européennes*, Plon, France.
- Rocha de Sousa, M. (1998), *Os diferenciais reais de taxa de juro face à Europa e aos EUA: os casos português e espanhol (1989-1997)*, mimeo, MsC Thesis, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, July 1998, Lisbon.
- Rocha de Sousa, M. (1999a) [2001], “Portugal e a transição para o euro: Estabilidade e Credibilidade”, Lecture at Universidade Independente, 10 March 1999; *Proceedings in CD-ROM of the 4º Encontro de Economistas da Língua Portuguesa (IV EELP)*, 2nd October 2001, Universidade de Évora, Portugal.
- Rocha de Sousa, M. (1999b) “Real interest rate differentials and regime change in Portugal and Spain (1989-1997)”, *Proceedings from the 2nd Encounter of International and European Economics*, CEDIN, ISEG, vol.2, 727-753, Lisbon.
- Rocha de Sousa, M. (2009) “Lições das crises económicas de 2008: Como gerir uma solução política?”, comunicação no *Workshop de Teoria Próximo Futuro* sobre “Saídas para a crise”, Fundação Calouste Gulbenkian, Novembro, Lisboa, disponível em: [http://www.proximofuturo.gulbenkian.pt/pdffcg/PF\\_-\\_Miguel\\_Rocha\\_de\\_Sousa.pdf](http://www.proximofuturo.gulbenkian.pt/pdffcg/PF_-_Miguel_Rocha_de_Sousa.pdf)
- Silva Lopes, J. (2000) [2004], *A economia portuguesa no século XX*, Instituto de Ciências Sociais (ICS), Lisboa.
- Torres, F. (ed.) (1996), *Monetary Reform in Europe. An analysis of the issues and proposals for the Intergovernmental Conference*, Universidade Católica Portuguesa, Lisbon, Portugal.
- Van Ypperselle, J.; Kouene, J.C. (1985), *O Sistema Monetário Europeu. Origens, funcionamento e perspectivas*, Coleção Perspectivas Europeias, Brussels: EEC.