

# O FUTURO DA ZONA EURO

José da Silva Lopes

IDEFF, 29-11-2011

# **VIAS ALTERNATIVAS PARA FAZER FACE À CRISE DA ZONA EURO**

- **As propostas que têm vindo a ser apresentadas por economistas, comentadores e políticas são muito variadas e, como é natural, são frequentemente diferentes ou até opostas entre si.**
- **I - Austeridade para reduzir os desequilíbrios financeiros**
- **II - Promoção do crescimento económico**
- **III - Auxílios da União Europeia**
- **IV- Política do Banco Central Europeu**
- **V - Incumprimento por parte dos países com mais problemas de dívida externa**
- **VI - Aprofundamento da União Política na Zona Euro**
- **VII - Saída da Zona Euro**

# I - AUSTERIDADE

# AUSTERIDADE - 1

- Na Zona Euro, políticas keynesianas em 2009 e políticas de austeridade (orçamentais e monetárias), a partir de 2010
- Os defensores da austeridade sustentam que ela é fundamental para ganhar a confiança dos mercados e assim conseguir mais crescimento económico no futuro
- Mas não têm sido assim. Os mercados exigem austeridade e crescimento económico, mas esses objectivos são contraditórios.
- O total dos saldos das contas públicas dos países da Zona Euro desceu de um défice de 6,4% do PIB em 2009 para 4,1 % em 2011 e para um valor projectado de 3,4% em 2012.
- A política monetária do BCE de 2010 e 2011 ficou longe de ser expansionista.
- O volume da procura interna no conjunto da Zona Euro, depois de ter descido 3,7% em 2009, aumentou apenas 1,1% em 2010 e segundo as estimativas e previsões da Comissão Europeia no Outono de 2011, subirá apenas 1% no presente ano e 0,3% em 2012.
- Está previsto que o PIB só subirá 3,9% nos triénio 2010-2012, o que nem sequer chega para anular o efeito da queda de 4,2% em 2009.
- A taxa de desemprego que foi de 7,6% em 2008 agravou-se progressivamente e atingirá 10% em 2011 no conjunto da Zona Euro

# AUSTERIDADE - 2

- **A austeridade resulta em**
  - **Contrações do PIB e aumentos do desemprego**
  - **Impõe sacrifícios à população difíceis de suportar e pode conduzir a distúrbios sociais**
- **As contrações do PIB tendem a dar origem a um círculo vicioso**
- **Por isso, os críticos da austeridades sustentam que como ela não conduz só por si a maior confiança dos mercados, deve ser precedida por políticas de algum expansionismo que evitem recessões e produzam algum crescimento económico.**
- **Só posteriormente se deverá proceder de forma gradual à correcção dos desequilíbrios orçamentais e da balança de pagamentos através de mais contenção e restritividade nas políticas orçamental e monetária.**
- **Os países com mais dificuldades em obter financiamentos para as suas dívidas públicas e com maiores desequilíbrios externos têm porém pouca margem de manobra para seguirem essa orientação, salvo se obtiverem auxílios externos em montantes adequados. A viabilidade da Zona Euro exige tais auxílios.**

# **II - PROMOÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO**

# PROMOÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO -1

- Tanto a corrente conservadora dominante na União Europeia, como os críticos dessa corrente consideram que a promoção do crescimento económico é uma das vias fundamentais para se sair da crise da Zona Euro.
- A corrente conservadora entende que
  - as políticas da procura devem servir unicamente para, através da austeridade, corrigir os desequilíbrios financeiros e económicos existentes
  - e que o crescimento económico deve ser promovido apenas por políticas dirigidas ao lado da oferta, assentes em reformas estruturais
- Os críticos da corrente conservadora sustentam que
  - as políticas da procura têm um papel fundamental não só para evitar quebras do crescimento económico a curto prazo e como também para estimular esse crescimento a médio prazo.
  - as políticas dirigidas ao lado da oferta são também indispensáveis, mas não dispensam o contributo das políticas da procura.

# PROMOÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO - 2

- **Entre as reformas estruturais defendidas pelas correntes conservadoras destacam-se:**
  - **as reformas estruturais na área das finanças públicas com vista a impor mais disciplina sobre elas e a evitar défices orçamentais;**
  - **a redução de impostos, que quando situam em níveis relativamente altos, são considerados como obstáculos ao crescimento económico;**
  - **as privatizações de empresas públicas;**
  - **a reestruturação dos sistemas de segurança social para evitar que o seu financiamento e os seus encargos pese menos nas receitas e nas despesas do Estado;**
  - **a maior liberalização das regulamentações dos mercados de trabalho e outros mercados de produtos e serviços.**
  - **a maior defesas da concorrência**

# PROMOÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO - 3

- Os críticos da corrente conservadora, embora concordem com algumas das reformas propostas por essas correntes põem em destaque a contribuição do Estado:
  - para a formação e manutenção de capital humano (educação, formação profissional, saúde);
  - para o progresso tecnológico, que favorece a produtividade das empresas;
  - para a promoção de investimentos em infra-estruturas necessária ao progresso das actividades produtivas
  - para a correcção das “falhas de mercado” mais gritantes
  - para a maior coesão social que, segundo muitos economistas, tem efeitos positivos sobre o crescimento económico.
- Os mesmos críticos sustentam que a consolidação orçamental demasiado violenta tem efeitos adversos sobre o crescimento económico a médio a longo prazo.
- Além disso, observam que:
  - os efeitos das reformas estruturais só aparecerão a médio e a longo prazo;
  - e que é natural que várias dessas reformas não venham a produzir os resultados que têm sido apregoadas

# PROMOÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO - 4

- Os países membros da Zona Euro enfrentam difíceis problemas de crescimento económico provocados por:
  - impossibilidade de vários países da Zona Euro de recorrerem a desvalorizações cambiais para melhorarem a sua competitividade.
  - concorrência agressiva da China e de outras economias emergentes.
  - políticas de austeridade a que os países com desequilíbrios financeiros mais graves não conseguem escapar
  - políticas restritivas da procura interna postas em prática na Alemanha, apesar de haver larga margem para políticas mais expansionistas
  - Aumento da competitividade da Alemanha á custa de crescimento de salários inferior ao da produtividade, em contraste com a maioria dos outros países membros da Zona Euro. Desde 2000 a 2011 os CTUPs cresceram na Alemanha 15% menos do que no conjunto da EU-15

	Alemanha		Resto da Zona Euro (12)	
	2000-2008	2008-2012	2000-2008	2008-2012
PIB	1,4	0,5	1,9	-0,6
Procura Interna	0,5	0,9	2,0	-1,3
Exportações	6,8	2,4	3,5	1,9

# **III -AUXÍLIOS AOS ESTADOS MEMBROS COM MAIORES DIFICULDADES FINANCEIRAS**

# **AUXÍLIOS AOS ESTADOS MEMBROS COM MAIORES DIFICULDADES FINANCEIRAS**

- **Fundo Europeu de Estabilidade Financeira**
- **Mecanismo de Estabilidade Financeira**

## **Problemas**

- **Recursos insuficientes**
- **Alavancagem**
- **Garantias dos Estados membros**
- **Não intervém os mercados da dívida pública (primários e secundários)**
- **Euro-obrigações (Eurobonds)**
  - **Oposição da Alemanha**
- **Estes auxílios são fundamentais para complementar as intervenções do Banco Central Europeu**
  - **Jogo de empurra entre o BCE e os governos**

# **IV – POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU**

# **POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU - 1**

- **Muitos economistas dos mais destacados sustentam que a crise da Zona Euro só pode ser vencida se o Banco Central Europeu actuar como prestamista de última instância.**
- **O BCE deverá garantir que intervirá até onde for necessário para fazer com que as taxas de juro a que os títulos da dívida pública são transaccionados nos mercados não ultrapassem limites razoáveis.**
- **Até agora as intervenções do BCE tem sido muito limitadas. Desde Maio de 2010 o BCE despendeu apenas cerca de 200 b. de € na aquisição no mercado secundário de títulos da Grécia, da Irlanda de Portugal, da Espanha e da Itália.**
- **Essas intervenções não evitaram subidas desmesuradas dos juros das dívidas públicas desses países nos mercados.**
- **Os Bancos Centrais dos EUA e do Reino Unido têm-se mostrado muito abertos a actuar como prestamistas de última instância que o BCE..**
- **Assim se explica, por exemplo, que as taxas de juro para a dívida pública a 10 anos terem sido ultimamente da ordem de 7% na Espanha e de apenas á volta de 2,3% no Reino Unido**
- **Isso, apesar de as finanças públicas espanholas (com valores previstos para 2011 de 6,6% do PIB no défice orçamental e de 70% no peso da dívida pública) estarem numa posição bastante mais sólida do que as do Reino Unido (défice orçamental de 9,4% e peso da dívida pública de 84%)**

# **POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU - 2**

- **As intervenções do Banco Central Europeu devem dirigir-se essencialmente a problemas de falta de liquidez, isto é a situações de taxas de juro demasiado elevadas que não são provocadas por perspectivas bem fundamentadas de insustentabilidade da dívida pública.**
- **Quando a dívida pública é claramente insustentável a prazo, a solução não pode estar só nos financiamentos do BCE.**
- **Nesses casos, são necessárias outras soluções:**
  - **condicionalismos e limitações às finanças públicas e por vezes também aos financiamentos ao sector privado;**
  - **e apoios a médio prazo de Fundos da EU e de Eurobonds**
- **As opiniões do BCE, da Alemanha e dos economistas conservadores são contrárias às intervenções mais activas nos mercados da dívida pública. Os seus argumentos são os seguintes:**
  - **Os Estatutos do BCE não permitem o apoio financeiro (bail out) a favor das dívidas públicas dos países membros.**
  - **O objectivo fundamental do BCE é manter a inflação em níveis muito baixos (de não mais de 2%).**
  - **A intervenção em grande escala do BCE nos mercados da dívida pública poria em risco esse objectivo e diminuiria a reputação do BCE, provocando a subida dos prémios de risco contidos nas taxas de juro do Euro.**

# POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU - 3

- **Contra-argumentos dos que defendem fortes intervenções do BCE para estabilizar os mercados da dívida pública dos países da Zona Euro (continuação).**
  - O combate á inflação não deve ser o objectivo principal da política económica. Embora o combate a taxas de inflação elevadas seja difícil e custoso, as taxas de inflação moderadas durante períodos não muto longos podem favorecer o crescimento e o emprego, nomeadamente por permitirem reduções em termos reais das taxas de juro e dos salários e por facilitarem ajustamentos nos preços relativos.
  - Bastaria que o BCE anunciasse uma política de grande abertura ás intervenções nos mercados das dívidas públicas para que os mercados acalmassem ... Por causa desse efeito, para se combater a instabilidade nos mercados financeiros as intervenções efectivas do BCE acabariam provavelmente por ser bastante moderadas
- **Sem um papel decisivo do BCE nos mercados da dívida pública, o risco de colapso da Zona euro é muito elevado.**

# **VI - APROFUNDAMENTO DA UNIÃO POLÍTICA NA ZONA EURO**

# APROFUNDAMENTO DA UNIÃO POLÍTICA NA ZONA EURO - 1

- A presente crises da Zona Euro reforçou a opinião dos que, desde o início, consideram que a Zona Euro não poderia funcionar adequadamente sem uma coordenação apertada das finanças públicas dos Estados membros e sem um orçamento federal com uma dimensão significativa.
- Muitos consideram que a coordenação não deve incidir apenas sobre as finanças públicas e deve estender-se também às políticas com efeito na competitividade e ao endividamento externo total dos diversos países.
- Todavia a ambição de federalismo na Europa tem vindo cada vez mais a perder força. Os nacionalismos é que têm vindo a triunfar.
- Numa recente reunião, A. Merkel e N. Sarkozy anunciaram a intenção de **promoverem a revisão do Tratado de Lisboa** no sentido de se avançar para mais União Política na União Europeia.
- O que têm em vista é essencialmente **reforçar a coordenação das políticas de finanças públicas** e possivelmente algumas **políticas relacionadas com a competitividade**

# APROFUNDAMENTO DA UNIÃO POLÍTICA NA ZONA EURO - 2

- Mais especificamente o que Merkel-Sarkosy pretendem é endurecer o Pacto de Estabilidade e Crescimento, impondo **penalizações mais severas** pelo não cumprimento dos seus limites, estabelecendo a **regra dos orçamentos equilibrados** insistentemente defendida pela Alemanha e intervindo no **processo de aprovação dos Orçamentos e das Contas do Estado** pelos parlamentos dos Estados Membros.
- Para esse efeito admite-se a criação de um **Ministério das Finanças Europeu** com poderes supranacionais para vigiar, controlar e sancionar as políticas orçamentais dos Estados Membros.
- É de admitir que também se pretenda conferir poderes à União Europeia para **intervir em políticas que tenham efeitos na competitividade**, nomeadamente as políticas do **mercado de trabalho**
- Basicamente o que a Alemanha procura impor é a **germanização da Zona Euro**.
- Não há quaisquer indicações de que Merkel-Sarkosy e outros países influentes da União Europeia pensem em reforçar os poderes das **instituições europeias, nomeadamente a Comissão e o Parlamento, virem a ter mais poderes em relação aos governos e parlamentos nacionais**, como seria necessário num verdadeiros projecto de União Política.

# APROFUNDAMENTO DA UNIÃO POLÍTICA NA ZONA EURO - 3

- **Não será por isso de esperar a ampliação do Orçamento comunitário com características federais, que permitam:**
  - **que a União cobre directamente impostos** em todos os países membros, à semelhança, embora certamente no mesmo grau, do que acontece em países organizados de forma federal
  - **financiar o reforço e a extensão de políticas comuns**, como a da investigação e desenvolvimento, as de coesão social, as de uma rede europeia de transportes, as de apoio a pequenas e médias empresas, as de desenvolvimento regional, etc.;
  - **contribuir para atenuar**, através de estabilizadores automáticos, as dificuldades dos países atingidos por **choque assimétricos ou choques cíclicos**;
  - fornecer **auxílios financeiros adequados** a países com mais problemas de endividamento externo ou crises económicas mais profundas.

# **VII - SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA**

# SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA - 1

- Quatro cenários possíveis
  - A. Colapso da Zona euro, voltando todos os países a ter as suas moedas nacionais
  - B. Saída da Zona Euro de países com mais dificuldades de financiamento ou de crescimento económico
  - C. Saída da Zona Euro da Alemanha. que poderia ou não ser acompanhada por outros países com políticas e condições mais semelhantes
- O Cenário A
  - tornou-se muito provável na última semana, salvo se na Cimeira de chefes de Estado e de Governo marcada para 9 de Dezembro a Alemanha alterar radicalmente a sua posição relativamente à emissão de Eurobonds e ao papel do BCE como prestamista de última instância na área das dívidas públicas.
  - Esse cenário, para além de outras dificuldades muito sérias que provocaria, implicaria um enfraquecimento da União Europeia que poderia levar a que esta ficasse reduzida a uma Zona de Comércio Livre
  - As maiores dificuldades estariam na designação da moeda (o euro ou a nova moeda nacional) em que passariam a estar denominados os contratos actualmente expressos em euros, nomeadamente os que se referem a activo e passivos financeiros (com especial destaque para os créditos e os depósitos bancários)

# SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA - 2

- O Cenário B:

- significa que os países que saíssem da Zona Euro voltariam a poder desvalorizar a sua nova moeda nacional e a conduzir a sua própria política monetária
- resultaria quase pela certa em ganhos da competitividade perante o exterior, dessa forma animando o crescimento económico;
- implicaria subidas muito consideráveis da inflação
- facilitaria subidas dos preços dos bens transaccionáveis em relação aos não transaccionáveis, que seria favorável à redução do desequilíbrio externo e ao estímulo do crescimento económico
- as melhorias da competitividade assentariam na redução real de salários e outros rendimentos, e teriam em termos reais, custos sociais elevados, embora certamente mais suportáveis do que os das políticas de contracção da procura interna
- os economistas com tendências mais conservadoras objectam todavia que os efeitos positivos da desvalorização cambial se esgotariam rapidamente e que a subida da inflação prejudicariam o crescimento económico
- As experiências dos países que desvalorizaram fortemente em situações de crise não fornecem grande suporte às teses conservadoras.

# SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA - 3

- **Cenário B (continuação)**
  - Deve no entanto reconhecer-se que a efectividade das desvalorizações cambiais vai enfraquecendo à medida que os agentes económicos vão perdendo a ilusão monetária e vão incorporando expectativas inflacionárias no seu comportamento.
  - Esse processo poderá porém desenvolver-se com bastante mais lentidão do que os conservadores admitem. Prova-o a experiência das desvalorizações do escudo nos anos de 1976 a 1989.
  - Argumenta-se que as desvalorizações cambiais levariam a aumentos consideráveis das taxas de juro reais, por estas passarem a incorporar altos prémios de risco. Esse efeito tenderia a neutralizar os eventuais efeitos positivos sobre a competitividade e o crescimento que as desvalorizações possam produzir
  - Pode no entanto responder-se que os prémios de risco actualmente incorporados pelos mercados financeiros nas taxas de juro dos países com maiores dificuldades de financiamento são já exorbitantes e poderiam provavelmente descer se esses países saíssem da Zona euro.

# SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA – 4

- **O problema de longe mais grave seria porém o da denominação dos activos e passivos financeiros em euros ou na nova moeda que os substituísse.**
  - **Os preços, salários, impostos e remunerações do capital praticados internamente passariam a ser denominados na nova der moeda nacional.**
  - **O mesmo sucederia com elevado grau de probabilidade com muito activos e passivos financeiros de residentes sobre outros residentes.**
  - **As dívidas e outros passivos em relação a não residentes teriam porém de manter-se em euros.**
  - **O que aconteceria com obrigações ou outros passivos em que os detentores são simultaneamente residentes e não residentes?**
  - **Como a saída do Euro levaria à rápida depreciação da nova moeda nacional e a grandes subidas da inflação:**
    - **Haveria fortes perdas no valor real dos activos que passassem a estar denominados na nova moeda nacional. A partir do momento em que muitos dos possuidores desse activos começassem a recear a sério que a saída da Zona euro procurariam transferi-los para o exterior e seria provável uma corrida aos bancos. Seria necessário que previamente se instaurassem controlos sobre os movimentos de capitais, mas o Tratado da União não permite tais controlos,**
    - **O peso das referidas dívidas e passivos que continuassem a ser denominados em Euros e o dos respectivos rendimentos em relação aos rendimentos e aos activos dos devedores agravar-se-ia enormemente. Haveria riscos de colapso do sistema bancário e de falências em série de empresas e particulares.**

# SAÍDAS DA ZONA EURO OU O COLAPSO DESSA ZONA - 5

- **Cenário C**
- **A saída da Alemanha e de outros países que acompanham mais de perto as políticas económicas alemãs**
  - **levaria ao fim da integração monetária na Europa. Tal como ela hoje existe. Passaria a haver:**
    - **ou duas zonas monetárias europeias – a que fosse comandada pela Alemanha e outra, mais fraca, que fosse constituída por parte ou pela totalidade dos outros actuais membros da Zona Euro**
    - **ou o retorno de grande parte dos países europeus a moedas nacionais**
- **Em qualquer caso, a moeda alemão ou da união monetária que ela comandasse tenderia a valorizar-se-ia substancialmente às dos restantes países da Zona Euro.**
- **Isso implicaria perdas de competitividade e possivelmente menos crescimento económico para a Alemanha.**
- **Mas traria provavelmente benefícios para os restantes países membros da Zona Euro, que com as suas moedas depreciadas em relação à alemã, veriam a sua competitividade reforçada e ficariam mais livres dos efeitos da política alemã de empobrecer o vizinho**