

O ESTRAÑO CASO DO ATAQUE Á EUROZONA: DE QUEN É A CULPA?

ÓSCAR AFONSO / RUI HENRIQUE ALVES¹
Universidade de Porto

Recibido: 29 de febreiro de 2012

Aceptado: 7 de maio de 2012

Resumo: Nos últimos meses, a eurozona estivo baixo o fogo dos mercados financeiros, sendo os especuladores acusados dunha especie de conspiración cuxo último obxectivo sería a desintegración do proxecto europeo de Unión Económica e Monetaria (UEM).

Neste artigo discútense as verdadeiras razóns que levaron a esta situación, con especial referencia a catro aspectos cuxo debate se mantén aberto desde comezos dos anos noventa do século XX: a converxencia nominal versus a converxencia real; a necesidade –ou non– de coordinar as políticas orzamentarias nacionais; os mecanismos de axuste aos shocks específicos e a teoría das áreas monetarias óptimas; e a necesidade –ou non– para avanzar na consecución da integración política. Utilizando datos sobre o caso de Portugal, evidenciamos que en varios destes temas a construción da UEM segue poñendo de manifesto varias deficiencias que están na base da actual situación de inestabilidade. Nese contexto, preséntanse varias suxestións para fortalecer a zona euro, sobre todo no que respecta ao seu goberno económico.

Palabras clave: Euro / UEM / Áreas monetarias óptimas / Estabilización macroeconómica / Unión política.

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

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

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

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

1. INTRODUCCIÓN

Un dos máis notables escritores de libros policiaais do século XX, Erle Stanley Gardner (1889-1970), publicou ao longo de corenta anos case nove decenas de obras co título de “O caso de...”².

Nestas obras, aparecía un crime e un criminal aparentemente “perfecto”, a quen toda a evidencia parecía apuntar como responsable. Non se trataba, porén, do “ver-

¹ Os autores, profesores da Facultade de Economía da Universidade de Porto, son membros do Centro de Economía e Finanzas desa Universidade (CEF.UP) e do Núcleo de Investigación en Finanzas Públicas e Política Monetaria (NIFIP).

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

dadeiro” culpable, que só era coñecido ao final da obra, sempre grazas a xiros sorprendentes liderados por un avogado criminalista de carácter excepcional, chamado Perry Mason.

Nos últimos meses, a zona euro estivo baixo o fogo dos mercados financeiros nun feito que, con algunha semellanza, podería facer referencia a un “crime”, cuxo criminal “perfecto” tamén sería fácil de descubrir. Neste caso, a culpa sería aparentemente dos especuladores, cuxas accións terían como obxectivo os países máis débiles –e en particular, a súa débeda pública–, sendo a súa última finalidade a desintegración do proxecto europeo de Unión Económica e Monetaria (UEM).

Porén, tal e como sucedía nos libros de Erle Stanley Gardner, parece lexítimo preguntarse se os verdadeiros culpables son os especuladores e as súas accións. De feito, os especuladores crean expectativas, actúan con base nelas, intentando obter beneficios, naturalmente asumindo riscos. Deste modo, os especuladores só realizarían o seu traballo normal, libre de calquera motivo máis escuro.

O certo é que as accións dos especuladores nos mercados financeiros poden levar a resultados especialmente duros. En particular, se moitos axentes actuaran de forma similar e/ou realizando operacións por un importe significativo, as expectativas tenderían a converterse en realidade. O verdadeiro problema consiste en saber que levou á formación desas expectativas cunha credibilidade aparentemente tan forte para que os distintos axentes económicos especularan en contra de varios países da zona euro e, en última instancia, en contra da moeda única europea.

Noutras palabras, é posible coñecer os motivos que permitan descubrir as verdadeiras razóns que están detrás da inestabilidade que viviu a zona euro, así como para determinar se terán lugar –ou non– as condicións para que se produza un importante cambio nesta situación, encabezado por relevantes persoeiros políticos e económicos. Ese é o principal obxectivo deste artigo, no que se pretenden analizar as verdadeiras razóns dos problemas experimentados pola zona euro nos últimos dous ou tres anos.

A discusión lévase a cabo no marco dun conxunto de temas fundamentais que estiveron no centro dun debate aberto cando menos desde os anos noventa do século XX. O primeiro deles, que se examina na sección 2, refírese aos mecanismos de axuste contra os *shocks* asimétricos nunha unión monetaria, estando relacionado sobre todo coa teoría das áreas monetarias óptimas. O segundo tema, que é o obxecto da sección 3, refírese á necesidade –ou non– de coordinar as políticas fiscais nacionais dentro da zona euro. O terceiro, que se aborda na sección 4, refírese ao tipo de converxencia –nominal e/ou real– necesaria para a estabilidade dunha unión monetaria, discutíndose a utilización de información estatística relativa ao caso portugués na sección 5. O artigo finaliza intentando identificar os verdadeiros “culpables”, e nese contexto propón un conxunto de suxestións para fortalecer a zona euro, e en especial a súa xestión económica.

2. OS MECANISMOS DE AXUSTE E A TEORÍA DAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS

Como é ben sabido, o custo máis importante asociado á constitución dunha unión monetaria corresponde á redución do número de instrumentos de política macroeconómica de que dispoñen as autoridades nacionais (De Grauwe, 2009). Polo tanto, a participación nun proxecto como a UEM europea supón perder a posibilidade de utilizar o tipo de cambio nominal como instrumento da política de estabilización nun contexto no que tamén se perdeu outro instrumento: a utilización da taxa de xuro no marco da política monetaria (Alves e Afonso, 2007).

Esta restrición non contribúe a crear problemas significativos no caso de que se produzan *shocks* de natureza simétrica, isto é, *shocks* que afecten a todos os países da zona monetaria na mesma dirección e en igual dimensión. Nese caso, o banco central supranacional pode conducir a política monetaria de acordo co indicado para toda a zona, e influenciar –ou determinar– o progreso do valor da moeda común nos mercados de divisas, mantendo dispoñibles todos os instrumentos tradicionais da política de estabilización (Baldwin e Wyplosz, 2009).

A cuestión pode ser importante no caso de que aparezan *shocks* asimétricos, isto é, que afecten de distinta maneira a diferentes países da área monetaria, e en particular os *shocks* específicos, é dicir, que afecten a un dos países. Nestes casos, os instrumentos de política monetaria e de política cambiaria non poden ser utilizados. Para combater o *shock* quedan, daquela, os mecanismos de política fiscal, cuxa utilización pode, porén, ser restrinxida, como no caso europeo, en virtude da necesidade de asegurar unha disciplina orzamentaria e de evitar os efectos externos da mala conduta orzamentaria dalgún ou dalgúns.

A importancia do custo derivado da perda do instrumento cambiario dependerá da probabilidade de que se produzan *shocks* asimétricos e específicos –que, no caso europeo, e segundo o Informe Emerson (Emerson *et al.*, 1992), se iría reducindo a medida que o proceso de integración fose avanzando–, así como da existencia e funcionamento de mecanismos de axuste que xurdisen como alternativa ao uso da política cambiaria (Barbosa e Alves, 2011).

Este tema foi o foco da discusión promovida no contexto da chamada teoría das áreas monetarias óptimas, desde os traballos seminais de Mundell (1961), de McKinnon (1963) e de Kenen (1969) ata os recentes traballos –dunha gran calidade– de Mongelli (2008) e de Campolmi e Faia (2011)³. Así, chámase a atención sobre distintos aspectos que poderían levar a unha minimización dos custos de ocorrencia dos *shocks* asimétricos, é dicir, unha elevada mobilidade do factor traballo, a existencia de sistemas de compensación por medio de transferencias fiscais ou orzamentarias entre países e a flexibilidade dos salarios e dos prezos, isto é, dos mercados de traballo e dos bens e servizos.

³ Para un resumo dos principais traballos e conclusións neste campo, véxase, por exemplo, Barbosa e Alves (2011).

Con todo, como poñen de manifesto Barbosa e Alves (2011), eses mecanismos de “escape” están lonxe de ter o tamaño adecuado no caso europeo. Así, inmediatamente hai un baixo nivel de mobilidade intra-europea do factor traballo, aínda que cunha tendencia a aumentar nun futuro próximo, o que provoca que o aumento do desemprego resultante dun *shock* negativo específico para un determinado país non poida ser facilmente resolto coa emigración dos seus traballadores cara a outro país non afectado.

Por outro lado, non existe –nin existirá, previsiblemente, nun futuro próximo– un sistema de transferencias orzamentarias que poidan dar lugar a unha compensación polos custos do *shock* a partir das achegas dos países non afectados, algo que se agrava no caso europeo debido a que o orzamento comunitario é moi reducido (aproximadamente un 1% do PIB da UE). Por último, nalgúns Estados membros os mercados de traballo seguen mostrando fortes limitacións en termos de flexibilidade, sucedendo o mesmo, aínda que en menor medida, cos mercados dalgúns bens e servizos.

Este conxunto de elementos permite afirmar que a zona euro non é unha área monetaria óptima e, como tal, non é o suficientemente pequena a probabilidade de que teñan lugar *shocks* asimétricos, así como que estes determinen custos importantes, que se traducirán nun aumento do desemprego e da recesión ante a falta de instrumentos de cambio. Ademais, estes custos poden agravarse polas restricións sobre o uso contracíclico da política orzamentaria nacional, en virtude das normas impostas co fin de promover a disciplina orzamentaria no contexto da UEM.

3. DISCIPLINA FISCAL VERSUS COORDINACIÓN DAS POLÍTICAS FISCAIS NACIONAIS

Como é sabido, a creación da UEM europea foi acompañada por solucións distintas para as políticas monetaria e orzamentaria. No primeiro caso, a solución foi necesariamente a creación dunha institución supranacional que levou a unha política monetaria común; no segundo caso, a solución adoptada foi manter a política orzamentaria en mans dos gobernos nacionais por razóns de maior facilidade política, así como manter un instrumento de política nacional para combater os efectos dos *shocks* específicos ou para responder ás preferencias individuais da economía e da sociedade nacionais (Alves, 2009).

O mantemento da política orzamentaria no ámbito dos gobernos nacionais esixiría dous tipos de restricións para evitar algúns problemas. Por un lado, para evitar as externalidades negativas derivadas da mala conduta orzamentaria dalgún Estado, incluíndo o aumento das taxas de xuro na zona euro e as presións para flexibilizar a política monetaria común, deberían definirse normas de disciplina orzamentaria. Isto levouse a cabo mediante as limitacións ao peso do déficit público e da débeda pública no PIB (Tratado da Unión Europea, 1992), da esixencia dun orzamento equilibrado no medio prazo e de sancións polo seu incumprimento (European Council, 1997, 2005) e, máis recentemente, coa futura obrigatoriedade de con-

seguir un déficit estrutural non superior a un 0,5% do PIB (Treaty on Stability, 2012).

Por outro lado, para asegurar un adecuado *policy mix* para maximizar o benestar social na unión monetaria, as políticas orzamentarias nacionais deberían estar coordinadas. Isto recóllese no Tratado da Unión Europea (1992), indo, dalgunha maneira, ao encontro das propostas iniciais do Informe Delors (Comité pour l'Etude de l'Unión Économique et Monétaire, 1989).

A realidade mostrou, no entanto, que existe un importante desfase entre os dous aspectos que deben alcanzarse. Polo tanto, a principal preocupación foi, claramente, a disciplina orzamentaria, como o demostra o sucesivo fortalecemento dos numerosos regulamentos que lle concirnen, e iso malia as numerosas críticas que recibiron⁴.

A coordinación foi obxecto dunha menor preocupación, tendo resultados moi por baixo do que sería desexable. Bos exemplos diso poden atoparse nas dificultades de lograr unha resposta común europea á crise financeira e económica despois do ano 2008, ou a imposibilidade de enviarlle unha resposta rápida e eficaz á intensificación da crise da débeda soberana. O certo é que o actual marco institucional do proceso de coordinación, saído do Tratado da Unión Europea (1992), parece inadecuado por ser demasiado complexo e burocrático, ademais de por non conter sancións para as eventuais infraccións (Alves y Afonso, 2008).

Esta diferenza no tratamento das áreas da disciplina e da coordinación das políticas, contraria ás propostas no Informe Delors, acaba, xunto cos Estatutos do Banco Central Europeo e coas presións do liderado alemán na zona euro, por estar, sobre todo, na base dun cambio de rumbo das preferencias de política macroeconómica. En conxunto, esta centrouse dun modo claro na loita contra a inflación e na escasa preocupación polo crecemento económico e polo emprego, que se fai particularmente máis oneroso para as economías máis débiles da área monetaria e que, como se explicará máis adiante, promoverá algunhas especulacións contra ela.

4. CONVERXENCIA NOMINAL *VERSUS* CONVERXENCIA REAL

A redución da probabilidade de que se produzan *shocks* asimétricos ou específicos, como se sinalou na sección 2, realízase mediante a converxencia das economías. De feito, as economías con características similares tenderán a reaccionar de forma idéntica aos *shocks* esóxenos, podendo beneficiarse, na loita contra os efectos negativos destas, de políticas macroeconómicas comúns.

Noutras palabras, o funcionamento estable dunha unión monetaria presenta como requisito indispensable a converxencia das economías dos países participantes. A pregunta que xorde entón é saber de que tipo de converxencia estamos falando: se da converxencia nominal —é dicir, a aproximación en termos de valores nomi-

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

nais das principais variables da economía, incluíndo as taxas de inflación e as taxas de xuro— ou da converxencia real —é dicir, a aproximación en termos de variables representativas do nivel de vida, con especial énfase no PIB *per capita*—.

O debate a este nivel continúa aberto. Parece que existe unanimidade polo que respecta á necesidade da converxencia nominal, en especial do nivel das taxas de inflación: se nun país membro da unión monetaria o ritmo de crecemento dos prezos fose moi superior á media, isto suporía un problema de competitividade que só podería ser resolto a cambio da variación do valor nominal da súa moeda (De Grauwe, 2009). Ultimamente, a necesidade previa de converxencia real foi máis polémica, xa que algúns autores consideran que é indispensable (Kröger e Redonnet, 2001); outros suxiren que, cando menos, algunha é necesaria para garantir a converxencia nominal (Herrmann e Jochem, 2003; Bukowski, 2006); e outros simplemente admiten que a converxencia nominal acabará por determinar tamén a converxencia real (Buti e Sapir, 1998; Marelli e Signorelli, 2010).

Este último parece ser o enfoque adoptado no contexto do proceso de integración monetaria europea, correspondendo en gran parte a unha especie de vitoria das teorías pro-monetaristas, que eran maioritarias na consagración institucional da moeda única no Tratado da Unión Europea do ano 1992. Isto é evidente ao examinar os —discutibles— criterios para participar na moeda única, todos eles correspondentes á parte da converxencia nominal —taxa de inflación, taxa de xuro, disciplina orzamentaria—.

O certo é, porén, que a converxencia real non seguiu a converxencia nominal no caso de Portugal, para o que se presentan a continuación algúns indicadores fundamentais que son un bo exemplo deste feito e das consecuencias que diso se derivan, nun contexto agravado pola insuficiente coordinación das políticas, por unha excesiva atención á inflación e pola inexistencia de mecanismos alternativos de axuste no caso de *shocks* asimétricos.

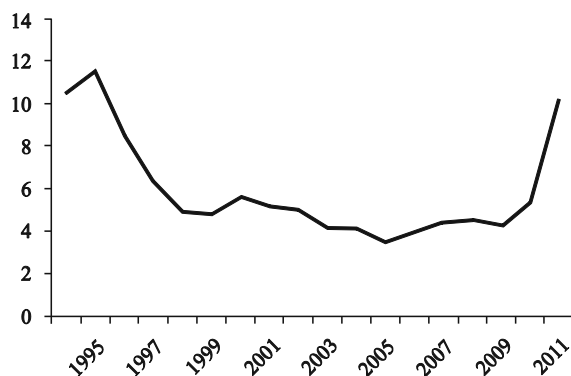
A insuficiente converxencia real no marco descrito causoulles importantes problemas aos países máis pobres dentro da UEM. Estes países non puideron utilizar agora a taxa de cambio nominal para recuperar a competitividade, mentres que utilizaron a diminución das taxas de xuro —que acompañan ao proceso de converxencia nominal— para prolongar o nivel de endebedamento tanto público coma privado. Xunto con isto, non se realizaron os axustes necesarios para o novo marco de política macroeconómica.

Neste contexto, os especuladores empezaron a crer que os países que se atopan nesta situación —como Portugal ou Grecia— non terían ningunha posibilidade de cumprir as súas obrigas, polo que decidiron vender títulos de débeda pública e non tomar novos títulos, ou pedir un maior nivel das taxas de xuro. A capacidade destes países para refinarciar a débeda pública foise degradando á vez que os seus *ratings*. O proceso foise agravando nunha especie de “bóla de neve”, co crecemento do risco de *default*, coa posibilidade de ampliar o contaxio e coa evidente falta de capacidade para tomar decisións políticas por parte dos principais actores na escena europea.

5. O CASO DE PORTUGAL

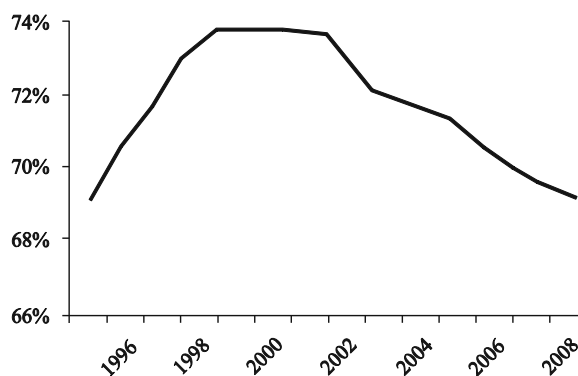
As gráficas 1 e 2 mostran claramente que no caso portugués a converxencia real non seguiu á converxencia nominal. Así, mentres que a taxa de inflación se reduciu significativamente ao longo dos anos noventa do século XX, acompañada dunha importante diminución das taxas de xuro (gráfica 1), o nivel relativo do PIB *per capita* caeu a partir da creación da moeda única (gráfica 2), alterando a senda de converxencia real significativa que se produciu coa adhesión de Portugal á daquela Comunidade Económica Europea (CEE) no ano 1986.

Gráfica 1.- Converxencia nominal: evolución das taxas de xuro no longo prazo



FONTE: OCDE.

Gráfica 2.- Converxencia real: PIB *per capita* (Portugal versus zona euro)



FONTE: OCDE.

É dicir, a diferenza do que sucedeu nos anos posteriores á adhesión á CEE, a adaptación da economía portuguesa á moeda única non foi tan claramente positiva.

Desde o ano 1999, a economía portuguesa separouse en termos reais en comparación cos seus socios da UE-15 e da zona euro. No mesmo período de tempo, e cando menos ata a aparición da crise financeira do ano 2008, outros países –España, Irlanda e os países que se adheriron desde o ano 2004– mostraron un comportamento moito máis positivo.

As razóns deste comportamento poden buscarse nas dificultades de adaptación ao novo contexto determinado pola entrada na UEM, especialmente no que respecta ao desenvolvemento das políticas fiscais e de ingresos, agravadas polos problemas que xurdiron coa ampliación do período 2004-2007, cando entraron distintos países que pertencían ao antigo bloque do leste, e por unha maior penetración no mercado europeo dos países de *low-cost* ou de “baixos custos” –incluída China–, logo da conclusión da Ronda de Uruguai (1994) e da adhesión de China á Organización Mundial do Comercio.

A política de ingresos debería de terse levado a cabo co fin de impedir o aumento dos custos laborais unitarios (CLU) superiores aos dos seus socios comerciais, tendo en conta a imposibilidade de utilizar o tipo de cambio e o aumento da competencia por parte deses países *low-cost*. No entanto, e como se pode observar na táboa 1, os custos laborais unitarios en Portugal continuaron crescendo a un nivel superior ao dos socios da UE, determinando a elevación da taxa de cambio real e, como consecuencia, unha importante perda de competitividade dos bens e servizos portugueses.

Táboa 1.- Taxa de cambio nominal *versus* taxa de cambio real

PERÍODO	TAXA EFECTIVA DE CAMBIO NOMINAL (variación anual)	CUSTOS LABORAIS EN PORTUGAL MENOS CUSTOS LABORAIS DOS SOCIOS	TAXA EFECTIVA DE CAMBIO REAL (variación anual)
1993-1998	-2,1	2,0	-0,1
1999-2006		1,3	1,3

FONTES: OCDE e Banco de Portugal.

A evolución dos custos laborais unitarios en contra do crecemento desexable debeuse sobre todo a unha produtividade insuficiente, que quedou moi lonxe da que se necesitaba para permitir unha certa aproximación salarial sen perda de competitividade, como se mostra na táboa 2.

Táboa 2.- Desagregación do crecemento de custos laborais unitarios, 1999-2006

	TAXA DE CRECIMENTO MEDIA ANUAL (%)		
	Remuneracións nominais	Produtividade	Custos laborais unitarios (CLU)
Portugal	3,8	1,0	2,8
Zona euro	2,3	0,8	1,5

FONTE: Banco de Portugal.

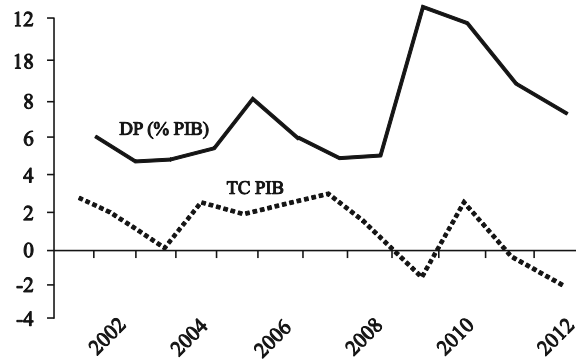
Polo que respecta á política orzamentaria, esta debería ter sido levada a cabo para que nos bos tempos conseguira unha marxe de manobra que lle permitira intervir

nos períodos difíciles, permitindo a súa utilización como unha ferramenta para combater os efectos negativos dos *shocks* específicos.

Porén, como se mostra na gráfica 3, a política orzamentaria portuguesa despois do ano 1995 –comezo da preparación para a moeda única– foi esencialmente procíclica. Así, o descenso da taxa de xuro da débeda pública utilizouse esencialmente para aumentar o gasto público nun período de expansión, cuxo resultado foi un importante descontrol no orzamento, o que obrigou –e que obriga actualmente– a utilizar políticas restritivas en tempos de recesión.

Ao igual que o Estado, os axentes económicos privados tamén aumentaron substancialmente o seu nivel de endebedamento despois da caída das taxas de xuro. Como consecuencia, o peso do aforro privado no PIB descendeu notablemente, alcanzando os niveis máis baixos da recente historia económica portuguesa (gráfica 4).

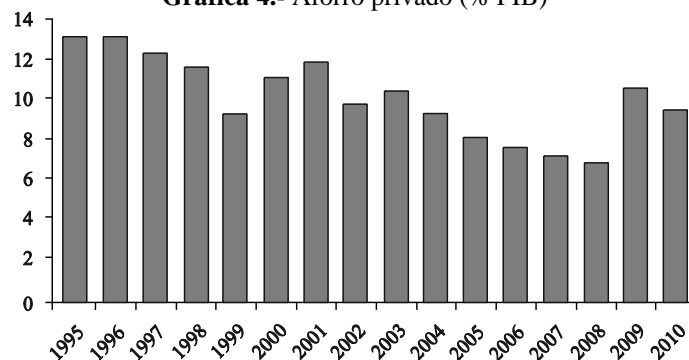
Gráfica 3.- Evolución da política orzamentaria en Portugal



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

FONTES: OCDE e Banco de Portugal.

Gráfica 4.- Aforro privado (% PIB)

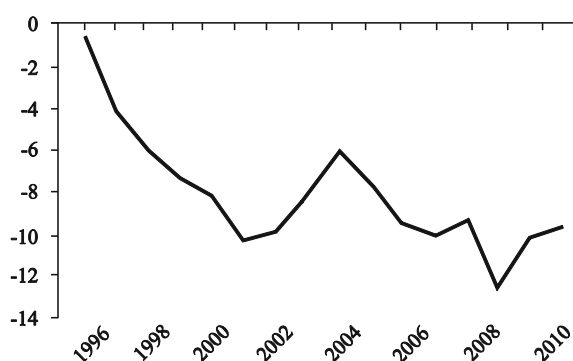


FONTE: OCDE.

A combinación da redución do nivel de aforro da nación coa perda de competitividade do comercio deu lugar a unha profunda deterioración das contas externas, en particular do saldo da balanza corrente. Como mostra a gráfica 5, este saldo foi sistematicamente negativo a partir do ano 1995, alcanzando en distintos anos valores próximos a un 10% do PIB.

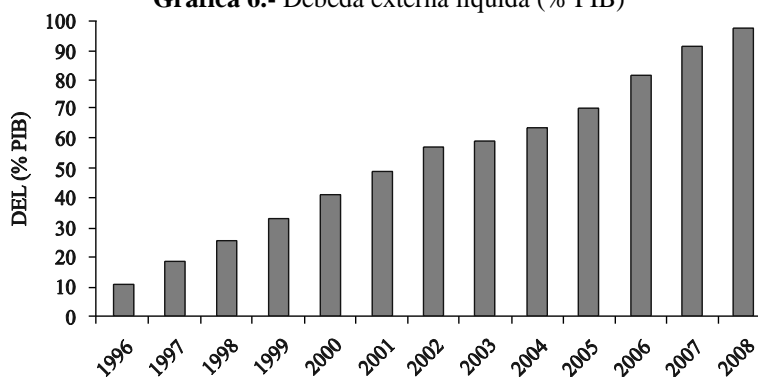
Como consecuencia, a débeda externa líquida portuguesa tivo unha evolución explosiva a partir do ano 1995, pasando de valores inferiores a un 10% do PIB nese ano a máis dun 100% do PIB na actualidade (gráfica 6).

Gráfica 5.- Saldo da balanza corrente (% PIB)



FONTE: OCDE.

Gráfica 6.- Débeda externa líquida (% PIB)



NOTA: DEL (% PIB): Débeda externa líquida (% PIB).

FONTE: Banco de Portugal.

Como é sabido, a persistencia de elevados déficits correntes non é posible no longo prazo, polo que antes ou despois a situación obrigará a un axuste, probablemente, doloroso. Esta necesidade aprazouse no contexto dun longo período de fácil acceso ao crédito nos mercados financeiros internacionais. Con todo, a aparición da

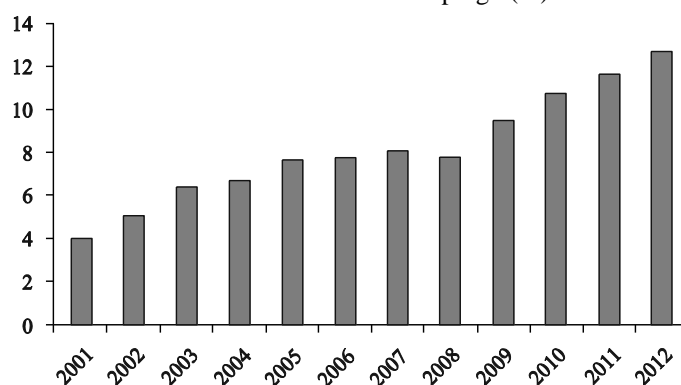
crise financeira no ano 2008 e as restricións relativas á cantidade e ao custo do crédito que a acompañaron acabaron por precipitar a necesidade de corrixir os altos desequilibrios macroeconómicos portugueses, utilizando o recurso á asistencia financeira interna proporcionada polas institucións europeas e polo Fondo Monetario Internacional.

O programa de axuste levado a cabo desde mediados do ano 2011 combina as políticas restritivas a nivel orzamentario e de ingresos, incluíndo unha forte moderación salarial, un estancamento da renda dispoñible, un aumento dos impostos e unha redución do gasto público, coa necesidade de adoptar “reformas estruturais” en distintas áreas como a saúde, a educación, a xustiza e os mercados inmobiliario e de traballo (Memorandum of Understanding, 2011).

O programa en cuestión ten como obxectivo reducir as necesidades de financiamento da economía portuguesa. Así, as políticas restritivas deben conducir ao estancamento da renda dispoñible e, polo tanto, á contracción das importacións, á vez que a redución dos niveis de déficit e da débeda pública deberían permitirlle ao Estado volver aos mercados financeiros internacionais. Por último, espérase que as políticas estruturais permitan aumentar a competitividade da economía portuguesa, estimulando as exportacións e reducindo as importacións, desenvolvendo un papel similar ao desempeñado pola desvalorización da moeda –presente nos programas de axuste implementados baixo a égida do Fondo Monetario Internacional nos períodos comprendidos entre os anos 1977 e 1979, por un lado, e 1983 e 1985 por outro–, aínda que nun período de tempo máis longo e cuns efectos máis permanentes.

As actuais medidas que se están levando a cabo non deixarán, no entanto, de provocar custos moi significativos. Así, as previsións apuntan a que o PIB real continúe diminuíndo no ano 2012, tras a quebra que tivo lugar no ano 2011, así como unha continuación do proceso de diverxencia real con respecto á media da zona euro e un empeoramento da taxa de desemprego (gráfica 7), o que pode dar lugar a graves problemas sociais.

Gráfica 7.- Taxa de desemprego (%)



FONTE: OCDE.

Neste contexto acéptase xa que o programa de axuste terá que ser revisado debido á eventual imposibilidade de que o Estado portugués regrese aos mercados financeiros internacionais no ano 2013, pois unha parte importante das razóns que determinaron a perda de credibilidade do país ante os investidores e os especuladores internacionais se mantén, coas perspectivas dun débil crecemento económico que incrementará as dúbidas sobre a capacidade futura para cumprir as obrigas asociadas á débeda pública.

6. EN CONCLUSIÓN

A evidencia presentada neste artigo, especialmente a relativa aos datos sobre a evolución recente da economía portuguesa, permite concluír que a culpa do “ataque” á zona euro non debe buscarse na actuación dos especuladores. Ao igual que sucedía nos libros de Gardner, o “verdadero” delincuente non coincide co delincuente “perfecto” identificado inicialmente.

Neste caso, o “verdadero” delincuente parece ser o actual marco institucional da UEM. Así, algunhas das deficiencias que ese marco presenta poden ter inducido a que os especuladores actuaran, sendo o seu obxectivo as economías máis débiles e que, polo efecto contaxio, afectou á estabilidade de toda a zona. Nun contexto marcado pola falta de mecanismos de axuste alternativos ao uso da taxa de cambio nominal, pola escasa atención prestada á coordinación das políticas orzamentarias nacionais e pola excesiva tendencia a favor da estabilidade dos prezos –clara consecuencia do dominio alemán–, a insuficiente importancia atribuída á converxencia nominal como posible condición previa para a participación na moeda única, xunto con erros no proceso de adaptación ao novo contexto macroeconómico, revelouse case mortal para algunhas economías.

O caso portugués é, a este nivel, particularmente ilustrativo. Logo da entrada na moeda única, a economía volveu diferir significativamente en termos reais da media europea. A diminución das taxas de xuro, froito evidente da converxencia nominal, induciu a todos os axentes económicos a un excesivo endebedamento. O resultado foi un conxunto de importantes desequilibrios macroeconómicos que, nun primeiro momento, incentivaron os ataques especulativos á débeda pública portuguesa e, nunha segunda fase, acabaron por obrigar a pór en práctica un programa de axuste bastante restritivo e de efectos aínda incertos, pero con custos significativos en termos de produto e de emprego.

Como xa se mencionou anteriormente, a parte final dos libros de Gardner ten sempre xiros sorprendentes. Por desgraza, no caso europeo e dada falta de líderes políticos excepcionais, que puidesen desempeñar un papel semellante ao de Perry Mason naquelas obras, non parece que poida esperarse un cambio importante nos próximos tempos. Por outra parte, malia algunhas medidas importantes adoptadas nos recentes cumios –como a creación do “Semestre Europeo” ou o reforzo das medidas dirixidas á coordinación e á disciplina orzamentaria–, a actuación a nivel europeo segue caracterizándose pola demora excesiva e pola escasa importancia

que se lles atribúe ás políticas para o crecemento e o emprego –en detrimento das políticas de forte austeridade–.

En calquera caso, é posible ofrecer algunhas suxestións para o fortalecemento da zona euro, especialmente en termos da súa xestión económica, que poidan evitar a repetición no futuro de situacións como as descritas neste artigo, dando credibilidade ás expectativas de evolución estable da zona euro e desalentando os ataques especulativos. Entre outras, as seguintes accións considéranse relevantes:

- Unha revisión do marco relativo á coordinación das políticas orzamentarias nacionais, volvéndose menos burocrático e máis eficaz, contribuíndo así a reducir a probabilidade de que aparezan problemas orzamentarios e obter un *policy mix* máis adecuado ao marco da área euro.
- O aumento da vixilancia da disciplina orzamentaria, evitando a repetición de sorpresas negativas como as ocorridas no caso de Grecia (os sucesivos datos estatísticos demostraron ser totalmente incorrectos), e contribuír así a unha maior estabilidade de toda a área monetaria.
- Unha redución da polaridade a favor da estabilidade de prezos e unha maior atención ás cuestións de crecemento económico, cuxo nivel teñen en conta os especuladores (e outros participantes nos mercados financeiros) como imprescindible para o cumprimento das obrigas dos países no medio e no longo prazo.
- A creación de incentivos para levar a cabo verdadeiras reformas estruturais, especialmente nos mercados de traballo, que faciliten o funcionamento de mecanismos de axuste aos *shocks* económicos, nun contexto no que non é posible facer uso do instrumento cambiario.
- A creación dun mecanismo (limitado) de asistencia de cara aos *shocks* asimétricos, reducindo os custos asociados cando estes se produzan.

En calquera caso, todo este esforzo dificilmente terá os resultados desexados se non hai maiores avances cara a unha verdadeira unión política europea, que diminúan a enorme distancia entre os niveis de integración económica e de integración política. En palabras de Padoa-Schioppa (1999), o euro corresponde ao estraño caso dunha “*moneta senza Stato*”, nunha situación que reduce claramente as posibilidades de intervención en política macroeconómica. Polo tanto, só a realización dunha verdadeira unidade política na zona euro poderá levar a unha situación de estabilidade efectiva, requirindo, nun primeiro momento, a creación dun goberno económico europeo e, despois, unha eventual evolución cara a un modelo de federalismo político, nun contexto de forte descentralización (Alves, 2009).

BIBLIOGRAFÍA

- ALVES, R.H. (2009): *A Europa no pós-euro: desafios e respostas*. Porto: Vida Económica.
 ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2007): “The New Stability and growth Pact: More Flexible, Less Stupid?”, *Intereconomics*, 42 (4), pp. 218-225.

- ALVES, R.H.; AFONSO, O. (2008): "Fiscal Federalism in the European Union: How Far Are We?", en J. Ferreira, G. Fontana e F. Serrano [ed.]: *Fiscal Policy in the EU*, pp. 6-24. Palgrave Macmillan.
- ARESTIS, P.; MCKAULEY, K.; SAWYER, M. (2001): "An Alternative Stability Pact for the European Union", *Cambridge Journal of Economics*, 25 (1), pp. 113-130.
- BALDWIN, R.; WYPLOSZ, C. (2009): *The Economics of the European Union*. McGraw Hill.
- BARBOSA, J.R.; ALVES, R.H. (2011): "The Euro Area Ten Years After Its Creation: (Divergent) Competitiveness and the Optimum Currency Area Theory", *Panaeconomicus*, 58 (5), (Special Issue), pp. 605-629.
- BUITER, W.; CORSETTI, G.; ROUBINI, N. (1993): "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", *Economic Policy: A European Forum*, 16, pp. 58-100.
- BUKOWSKI, S. (2006): *The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU*. (Quaderni del Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica, 24/2006). Perugia: Università di Perugia, Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica.
- BUTI, M.; SAPIR, A. (1998): *Economic Policy in EMU*. Oxford: Clarendon Press.
- CAMPOLMI, A.; FAIA, E. (2011): "Labor Market Institutions and Inflation Volatility in the Euro Area", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35 (5), pp. 793-812.
- COMITÉ POUR L'ÉTUDE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE (1989): *Rapport sur l'Union Économique et Monétaire dans la Communauté. (Informe Delors)*. Luxembourg: Office des Publications de la CEE.
- DE GRAUWE, P. (2009): *The Economics of Monetary Integration*. Oxford: Oxford University Press.
- EMERSON, M.; GROS, D.; ITALIANER, A.; PISANI-FERRY, J.; REICHENBACH, H. (1992): *One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.
- EUROPEAN COUNCIL (1997): Resolution on the European Council of the Stability and Growth Pact. *Official Journal of the European Communities*, C 236/1, de 02/08/97.
- EUROPEAN COUNCIL (2005): *Presidency Conclusions, European Council Brussels*. (Concl. 1, 7619/1/05). Brussels: Council of the European Union.
- HERRMANN, S.; JOCHEM, A. (2003): "Real and Nominal Convergence in the Central and East European Accession Countries", *Intereconomics*, 38 (6), pp. 323-327.
- KENEN, P. (1969): "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en R. Mundell e A. Swoboda [ed.]: *Monetary Problems in the International Economy*, pp. 41-54. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- KRÖGER, J.; REDONNET, D. (2001): "Exchange Rate Regimes and Economic Integration: The Case of the Accession Countries", *CESifo Forum* 2 (2), pp. 6-13.
- MARELLI, E.; SIGNORELLI, M. (2010): "Institutional, Nominal and Real Convergence in Europe", *Banks and Bank Systems*, 5 (2), pp. 140-155.
- MCKINNON, R. (1963): "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53 (4), pp. 509-517.
- MONGELLI, F.P. (2008): *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*. (Economic Papers, 302). Brussels: European Commission, Economic and Financial Affairs, Directorate General.
- MUNDELL, R. (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1999): *Moneta, commercio, istituzioni: esperienze e prospettive della costruzione europea*. (Mimeo). Trieste: Università di Trieste.

- PISANI-FERRY, J. (2004): “Reforming the SGP: Does it Matter? What Should be Done?”, en R. Liddle e M.J. Rodrigues [ed.]: *Economic Reform in Europe – Priority for the Next Five Years*. London: Policy Network.
- PORTUGAL. MEMORANDUM OF UNDERSTANDING (2011): *Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality*. <<http://www.parlamentoglobal.pt>>.
- TREATY ON STABILITY (2012): *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. <www.consilium.europa.eu>.
- UNIÓN EUROPEA (2010): Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*, C 83, de 30/03/10.
- WYPLOSZ, C. (2005): “Fiscal Policy: Institutions Versus Rules”, *National Institute Economic Review*, 191 (1), pp. 70-84.