Lusíada
Repositório das Universidades Lusíada

Universidades Lusíada

Mendonça, António Augusto da Ascenção, 1954-

A caminho de uma recaída da economia mundial? : Ainda algumas notas sobre a natureza da crise económica e financeira de 2008-2009 e os seus impactos na economia europeia

http://hdl.handle.net/11067/4583
https://doi.org/10.34628/zq94-sv40

Metadados

Data de Publicação 2019

Resumo Partindo da análise dos últimos dados sobre a evolução da economia mundial, discutem-se as razões que poderão estar na base da persistência das dificuldades em recuperar, de forma sustentada, os ritmos de crescimento, em particular na zona euro, mais de uma década após a eclosão da crise de 2008 – 2009. Discute-se a natureza desta crise económica global, os seus impactos a nível regional europeu, a emergência do que se designou por crise de identidade do projeto de integração europeia, a inefici...

Based on the analysis of the latest data on the evolution of the world economy, we discuss the reasons for the persistence of the difficulties in sustainably recovering growth rates, particularly in the euro area, more than a decade after the outbreak of the 2008-2009 crisis. We discuss the nature of this global economic crisis, its impact at the European regional level, the emergence of what we called the identity crisis of the European integration project, the inefficiency of the euro system a...

Palavras Chave Crise económica, 2008-2009, Países da União Europeia - Condições económicas - Século 21, Europa - Integração económica

Tipo article

Revisão de Pares Não

Coleções [ULL-FCEE] LEE, n. 26 (2019)

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-10-12T04:03:53Z com informação proveniente do Repositório

http://repositorio.ulusiada.pt

A CAMINHO DE UMA RECAÍDA DA ECONOMIA MUNDIAL?
AINDA ALGUMAS NOTAS SOBRE A NATUREZA DA CRISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DE 2008 – 2009 E OS SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA EUROPEIA.

António Mendonça
Professor Catedrático do ISEG – Ulisboa
Presidente do CEsA – Centro de Estudos sobre África e Desenvolvimento

Resumo: Partindo da análise dos últimos dados sobre a evolução da economia mundial, discutem-se as razões que poderão estar na base da persistência das dificuldades em recuperar, de forma sustentada, os ritmos de crescimento, em particular na zona euro, mais de uma década após a eclosão da crise de 2008 – 2009. Discute-se a natureza desta crise económica global, os seus impactos a nível regional europeu, a emergência do que se designou por crise de identidade do projeto de integração europeia, a ineficiência do sistema euro enquanto mecanismo de ajustamento, interno e externo, e o papel da política monetária não convencional. Conclui-se pela necessidade de a Europa proceder a uma redefinição profunda do seu projeto de integração, incluindo o redesenho do sistema euro à luz da experiência recente da política monetária não convencional. Neste processo, considera-se haver um lugar importante para Portugal, enquanto país europeu atlântico, cuja identidade se formou e consolidou no processo de constituição da economia global.

Palavras-chave: Crise económica e financeira, Globalização, Economia europeia, Euro, Política monetária não convencional. [JEL: E50, E60]

Abstract: Based on the analysis of the latest data on the evolution of the world economy, we discuss the reasons for the persistence of the difficulties in sustainably recovering growth rates, particularly in the euro area, more than a decade after the outbreak of the 2008-2009 crisis. We discuss the nature of this global economic crisis, its impact at the European regional level, the emergence of what we called the identity crisis of the European integration project, the inefficiency of the euro system as a mechanism of internal and external adjustment, and the role of non-conventional monetary policy. It is concluded that Europe needs to undertake a deep redefinition of its integration project, including the redesign of the euro system in the light of recent experience of non-conventional monetary policy. In this process, it is considered that there is an important place for Portugal, as an Atlantic European country, whose identity was formed and consolidated in the process of constitution of the global economy.

Keywords: Economic and Financial Crisis, Gobalization, European Economy, Euro, Unconventional Monetary Policy. [JEL: E50, E60]

1. Evolução da economia mundial: últimos dados.

De acordo com os últimos dados conhecidos sobre a evolução da economia mundial (Ver IMF, WEO, abril 2019), a partir da segunda metade de 2018 final voltou a registar-se uma inflexão da tendência de recuperação económica que, aparentemente, se começara a consolidar em 2017.

Com efeito, olhando para os números publicados, no final deste ano, pelas instituições económicas internacionais de referência, como o Banco Central Europeu ou o Fundo Monetário Internacional, o produto e o emprego revelavam um dinamismo positivo que tardava, o investimento parecia querer recuperar da letargia em que tinha mergulhado e o comércio internacional dava mostras de querer reabrir um novo ciclo de expansão da globalização económica. Ainda de acordo com os dados publicados no final de 2018 pelo Fundo Monetário Internacional (Ver WEO, out. 2018) as principais economias e a economia internacional no seu conjunto, haviam recuperado, de um modo geral, os níveis de atividade económica existentes antes da crise, tudo apontando para que esta dinâmica, não obstante alguns sinais contraditórios, e talvez com exceção dos Estados Unidos, se mantivesse e reforçasse em 2019. Era esse o teor das previsões elaboradas pelo FMI, conforme é apresentado no Gráfico 1 abaixo (WEO, out. 2018, linha verde).

Gráfico 1 - Previsões de crescimento do PIB

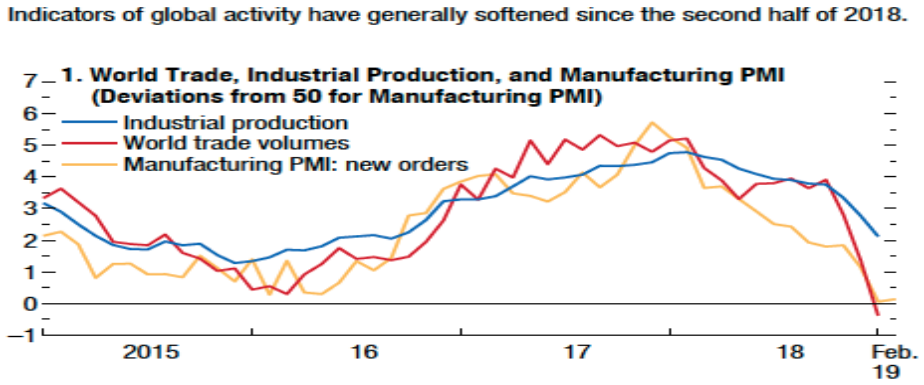
Fonte: Elaboração própria a partir de IMF, *World Economic Outlook*, abril 2019, janeiro 2019 e outubro 2018.

Um problema persistia, mas que não parecia incomodar por aí além os responsáveis económicos: a inflação teimava em persistir em níveis muito baixos, particularmente na Europa, onde o objetivo dos 2% se apresentava como difícil de alcançar, não obstante as políticas monetárias não-convencionais, baseadas no *quantitative easing*, e praticadas nos dois lados do Atlântico. Acreditava-se, no entanto, que seria uma questão de tempo até a recuperação económica se traduzir em dinâmicas inflacionistas mais consentâneas com os objetivos gerais da gestão macroeconómica e de consolidação do crescimento.

Os dados publicados no *update* de janeiro de 2019 vêm lançar "água na fervura" nestas perspectivas mais otimistas, passando-se a prever uma desaceleração da atividade económica mundial em 2019, com recuperação em 2020 (Ver Gráfico 1, WEO, jan. 2019, linha azul). E, a tornar mais pessimista ainda o cenário, o mais recente WEO, de abril de 2019, reforça as previsões com maior quebra para 2019 e menor recuperação para 2020, particularmente no caso da Euro área (Ver Gráfico 1, WEO, abril 2019, linha vermelha). Registe-se que no caso dos Estados Unidos, as previsões de desaceleração em 2019 e 2020, são idênticas nos WEO de outubro de 2018 e janeiro de 2019, com ligeira acentuação nas últimas previsões de abril de 2019 (Gráfico 1, linha vermelha).

Estes dados de menor dinamismo económico são reforçados com outros sobre a evolução da produção industrial, do comércio mundial e das encomendas em direção ao setor manufatureiro, conforme se pode ver no Gráfico 2, abaixo.

Gráfico 2 - Global activity indicators.
(*Three-months moving average; year-over-year percent change, unless noted otherwise*)



Fonte: IMF, WEO, abril 2019.

No que respeita ao indicador da inflação, regista-se uma previsão de nova desaceleração para 2019, com especial destaque, uma vez mais, para a Euro área,

com 1,4% em termos de média anual, registando um recuo de 0,5 pp, face aos 1,9% verificados em 2018 e uma aceleração para 1,6% em 2020, ainda assim muito aquém do objetivo dos 2%.

Como nota final desta sumária avaliação da evolução mais recente da economia mundial, a constatação de que as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento continuam a marcar o ritmo do dinamismo económico internacional, com a Índia e a China a desempenharem os papeis de principais locomotivas.

2. Ainda a natureza da crise de 2008 – 2009

Do que ficou dito anteriormente poderá concluir-se que a viragem de 2018 para 2019 regista uma evolução menos positiva da economia mundial relativamente às previsões mais otimistas de finais de 2017, onde tudo parecia indicar que a "grande recessão", como ficou designada a crise económica internacional de 2008-2009, tinha, finalmente, chegado ao fim e a economia mundial iniciado um processo sustentado de recuperação. A realidade parece, no entanto, ter posto em causa esta perceção mais otimista da saída da crise e voltado a colocar na ordem do dia a interrogação sobre as causas e a duração da tendência estagnante que parece ter-se instalado, desde a crise de 2008 – 2009, a nível das economias mais desenvolvidas, com realce para a zona euro.

A grande questão continua assim a colocar-se: porque é que a economia mundial continua a demorar tanto tempo a reencontrar um padrão sustentado de recuperação económica, mantendo baixos níveis de crescimento económico, particularmente no contexto das economias mais desenvolvidas e, dentro destas, com particular destaque na Europa e na zona euro, ainda mais em particular? E, como questão complementar, não poderá deixar-se de interrogar as razões pelas quais a inflação, não obstante todas as medidas de flexibilização monetária adotadas pelos principais bancos centrais e pelo BCE, em particular, continua a manter-se próxima das fronteiras da deflação, sinalizando as dificuldades ainda existentes nas economias mais desenvolvidas, não obstante a recuperação significativa dos níveis de emprego, com destaque para os Estados Unidos que atingiu taxas consideradas de, ou quase, pleno-emprego.

A resposta a estas questões não é fácil e depende, em primeiro lugar, da resposta prévia à questão da natureza e causas da grande crise de 2008 – 2009.

Como é sabido, a grande crise que abalou o mundo na viragem da primeira para a segunda década do novo milénio, teve o seu epicentro nos Estados Unidos com a implosão do mercado hipotecário do chamado *subprime*. Daí estendeu-se ao sector financeiro e irradiou para toda a economia americana, transmitindo-se através de ondas sucessivas a toda a economia mundial, afetando em graus

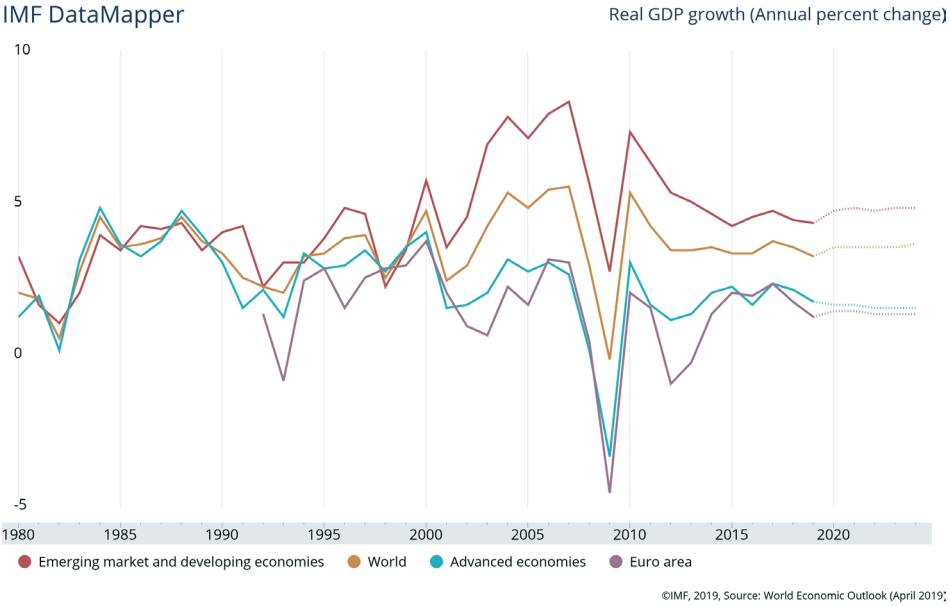
diferenciados as zonas geográficas e os países de acordo com as características e grau de integração económica em que se encontravam. A crise atingiu rapidamente a Europa e a Zona euro em particular, impulsionada pelo forte nível de relações económicas existentes entre os dois lados do Atlântico, pela profunda integração global dos diferentes sectores financeiros nacionais que se havia produzido ao longo das duas últimas décadas que a precederam e que fora alimentada, em larga medida, pela forte desregulação internacional, impulsionada desde os Estados Unidos, pela ação de Alan Greenspan à frente do Banco Central americano.

Tem-se comparado a crise de 2008 – 2009, pela dimensão e complexidade dos problemas que desencadeou, com a crise dos anos trinta do século passado. Sem pôr em causa esta comparação, pensamos, no entanto, que a referência para a compreensão da natureza da crise mais recente poderá estar mais perto temporalmente, situando-se no início dos anos setenta, quando teve lugar a primeira grande crise do pós-guerra – a chamada crise do petróleo - que interrompeu, de forma abrupta, o chamado período dourado de crescimento da economia mundial (Mendonça, 2014, 2012 e 2008). Tal como a crise de 2008 – 2009, a crise dos anos 70 ocorreu fora do quadro de todas previsões e, para além de ter trazido consigo um fenómeno inteiramente novo que foi a estagflação - conjunção de recessão e inflação -, desencadeou um processo de reestruturação da economia mundial que incluiu, igualmente, a substituição do sistema de valores teóricos e ideológicos de referência para a condução das políticas económicas. No caso, o paradigma intervencionista de matriz keynesiana foi substituído pelo novo paradigma liberal de matriz neoclássica.

A crise dos anos setenta significou, em primeiro lugar, o reaparecimento da dinâmica cíclica de funcionamento da economia mundial. Dinâmica existente, de forma visível, até à crise dos anos trinta, mas que parecia ultrapassada em resultado da intervenção dos diferentes governos sob a forma da política económica de inspiração keynesiana, considerada generalizadamente como a grande responsável pelas quase três décadas de crescimento contínuo que mediaram o fim da segunda guerra mundial e a eclosão da crise no último trimestre de 1973.

De então para cá, e descontados outros episódios de crise mais localizados e específicos, o fenómeno cíclico tendeu a manifestar-se com uma regularidade assinalável - entre os sete e os dez anos -, com a repetição de momentos de crise de dimensão internacional global, no início dos anos oitenta, no início dos anos noventa, no início do novo milénio e no final da primeira década deste novo milénio (ver gráfico 3). Resta ainda saber se o mais recente abrandamento da economia mundial se insere nesta recuperação da dinâmica cíclica a que fizemos referência, ou se é expressão de uma simples dinâmica circunstancial sem qualquer relação com a dinâmica mais geral, aberta com a crise dos anos 70.

Gráfico 3 - PIB real: taxas de crescimento anual



O segundo paralelo que podemos estabelecer entre as duas crises é o facto de em ambas se ter produzido um processo de esgotamento das modalidades dominantes de intervenção dos governos e das instituições internacionais com responsabilidade em matéria de política económica. Na crise dos anos 70, já o dissemos, o paradigma liberal reemergiu como novo sistema de referência, teórico e ideológico, por oposição ao paradigma dominante até então de inspiração keynesiana. Na crise de 2008 – 2009 é, claramente, o paradigma liberal que entra em crise, num primeiro momento, parecendo querer dar de novo a primazia ao paradigma keynesiano, mas num segundo momento parecendo recuperar a sua posição dominante, através das políticas de austeridade que foram sendo progressivamente implantadas, sobretudo na zona euro, em detrimento das políticas mais expansionistas, inicialmente adotadas, em situação de emergência, quando tudo parecia querer desmoronar-se.

O facto de paralelamente os bancos centrais terem enveredado por políticas de *quantitative easing*, claramente de natureza oposta, contra cíclicas e expansionistas, veio introduzir incerteza relativamente ao desfecho da disputa sobre a hegemonia teórica. O que também está ligado à incerteza sobre a evolução da situação económica a que fizemos referência no primeiro ponto, mas não deixa de refletir uma terceira dimensão em que pode estabelecer-se o paralelo entre as duas crises e que tem a ver com a crise da teoria económica que serviu de suporte ao modelo de desenvolvimento da economia global. Um modelo que se afirmou

progressivamente nas décadas de 80 e 90 do século passado, que se transmitiu ao mundo sob a forma do chamado "consenso de Washington" (Williamson, 1990) e do "consenso de Washington alargado" (Rodrick, 2006) e que implodiu na crise de 2008 – 2009.

Estas três dimensões em que podemos estabelecer um paralelo entre a crise dos anos 70 e a crise mais recente de 2008 – 2009, leva-nos a concluir que existe uma identidade de natureza entre estes dois fenómenos que distam entre si, aproximadamente quatro décadas: ambos constituem expressão de uma dinâmica cíclica da economia global, ambas representam fenómenos de crise económica profunda, que desencadearam crises paralelas das modalidades de intervenção dos Estados na economia e dos sistemas teóricos que suportavam e legitimavam estas modalidades de intervenção.

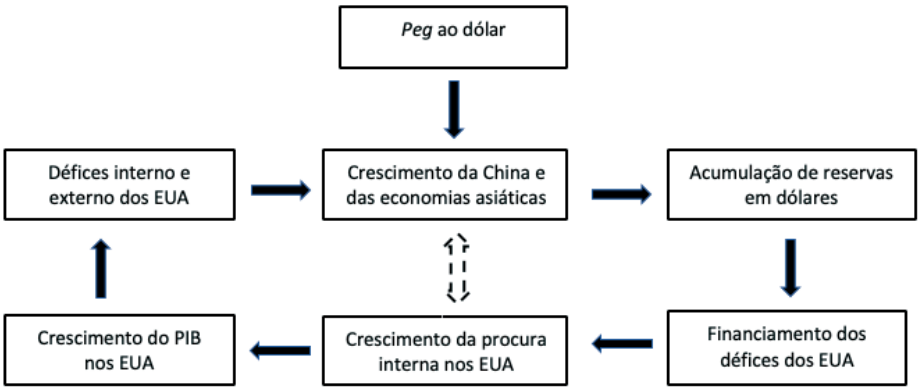
Por esta razão, são igualmente crises que exprimem processos mais profundos de crise estrutural e de rotura sistémica que remetem para o esgotamento de modelos económicos que sustentavam o funcionamento e desenvolvimento do sistema económico até então e para a emergência simultânea de novas condições que exigem a configuração de novos modelos que permitam um novo desenvolvimento sistémico sustentado. No caso da crise de 2008 – 2009, a configuração deste novo modelo ainda não é clara.

3. O esgotamento de um modelo de globalização

Até à crise de 2008 - 2009, o dinamismo da integração económica global, que permitiu a sustentação de taxas elevadas de crescimento da economia mundial associadas à emergência de economias como a China, Índia e outras, assentou num modelo que se consolidou nas duas décadas anteriores e que tinha como fator impulsionador a existência dos chamados défices gémeos americanos em articulação com o papel hegemónico do dólar como moeda internacional de referência, particularmente na região asiática (Mendonça, 2019, 2014 e 2012).

O défice externo americano alimentou uma procura global que sustentou a expansão das economias asiáticas que aceitaram em troca o dólar como meio de pagamento. As reservas em dólares assim geradas foram utilizadas em larga medida para a compra de títulos americanos, permitindo o financiamento em larga escala dos sucessivos défices públicos que alimentaram a procura interna que, por sua vez, alimentou a procura externa geradora de défice externo, fechando e renovando o ciclo (Fig. 1).

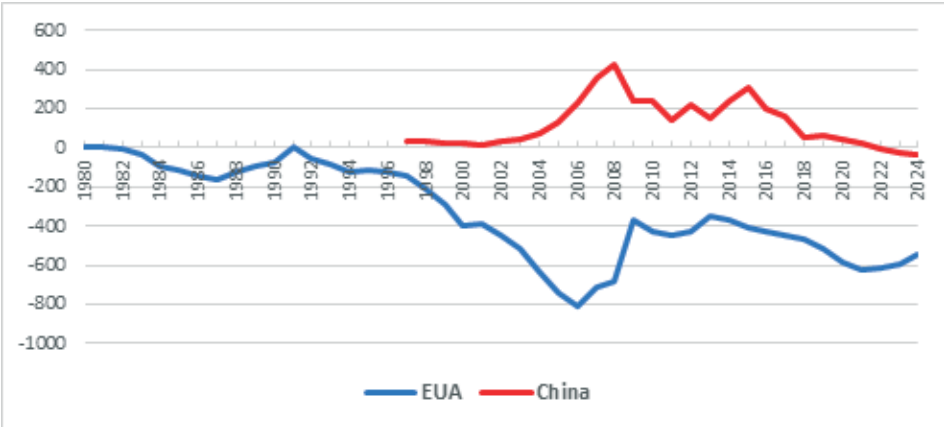
Figura 1. Modelo de globalização ancorado no dólar



Fonte: Elaboração do autor.

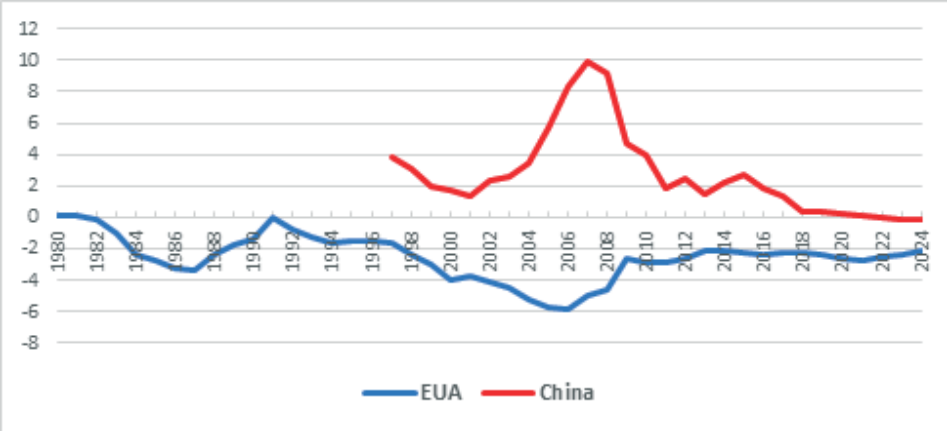
O funcionamento deste modelo de funcionamento da economia global permitiu a entrada da China como ator de primeiro plano no contexto internacional, afirmando a sua posição como país excedentário, a partir dos anos 90 do século passado atingindo um ponto culminante precisamente nas vésperas da eclosão da crise de 2008 – 2009. É interessante verificar a simetria que se produziu entre este excedente da China e o défice da balança corrente americana, quer em dólares (Gráfico 4, abaixo) quer em percentagem do PIB (Gráfico 5).

Gráfico 4 - Balanças Correntes dos EUA e China. Unidade: Mil milhões de US$



Fonte: IMF, WEO Data, abril 2019

Gráfico 5 - Balanças Correntes dos EUA e China. Unidade: % do PIB

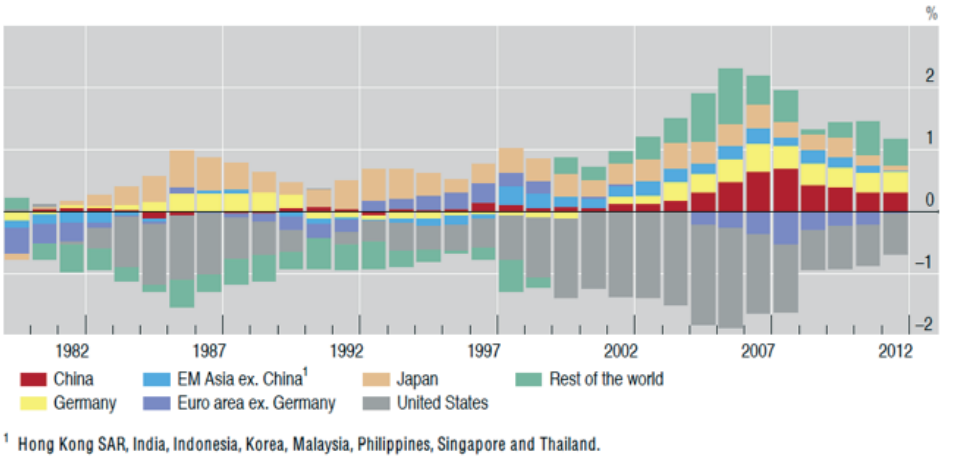


Fonte: IMF, WEO Data, abril 2019

Esta simetria de comportamento das balanças correntes dos Estados Unidos e da China, teve como contrapartida a transformação dos Estados Unidos no principal criador de liquidez internacional, ao mesmo tempo que a China via as suas reservas cambiais em dólares aumentarem como contrapartida.

No Gráfico 6, abaixo, pode constatar-se a emergência da China na economia global, a partir da década de 90 do século passado, seguindo um padrão semelhante ao da Alemanha, na sequência da reunificação e da criação da zona euro, ao mesmo tempo que os EUA veem aumentar os seus défices externos, num curioso paralelo com a zona do euro, excluindo a Alemanha, que analisaremos mais à frente.

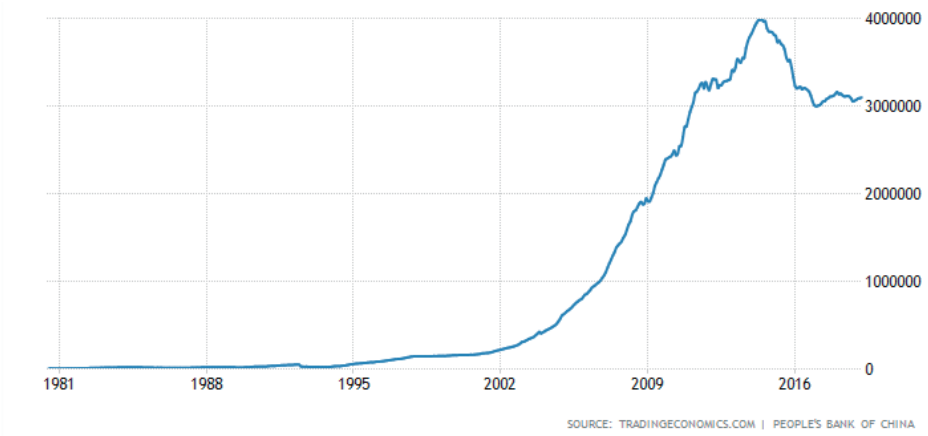
Gráfico 6 - Balança Corrente Global. (% do PIB mundial)



Fonte: IMF, WEO, abril 2014.

E no Gráfico 7, pode ver-se a contrapartida da injeção de liquidez internacional, de que falamos antes, em termos da constituição de reservas cambiais por parte da China, precisamente a partir dos anos 90, coincidindo, também, com a criação da zona euro. Não deixa de ser impressionante observar a evolução exponencial que se verificou, traduzindo uma das características fundamentais do modelo de globalização económica que antecedeu a crise internacional de 2008 – 2009 e que determinou a projeção da China como potência global.

Gráfico 7 * - Reservas cambiais da China. Unidade: Milhões de US$



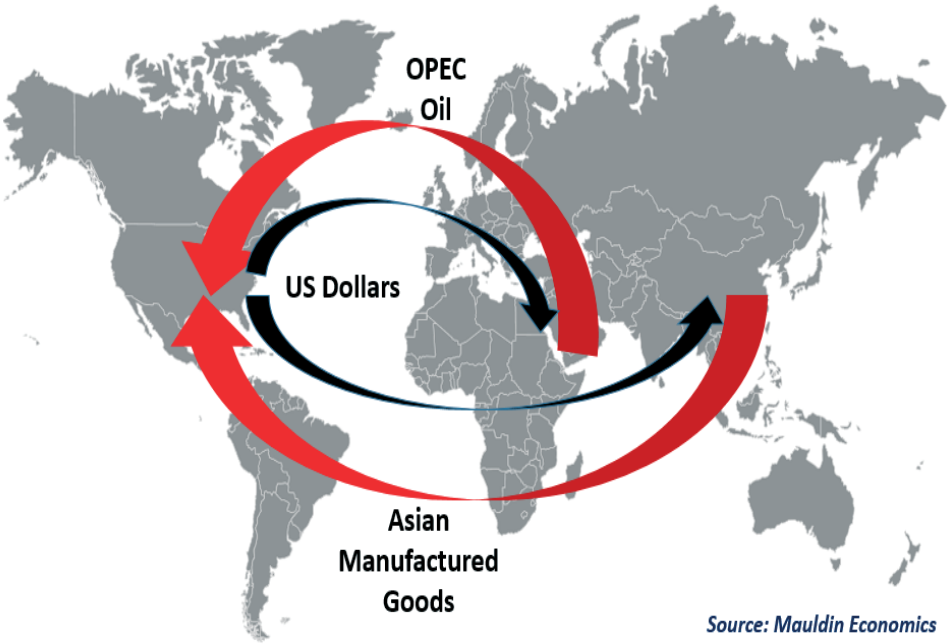
Fonte: https://tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves

Ao mesmo tempo e como alavanca do funcionamento deste modelo de injeção de liquidez internacional, produziu-se a globalização do sistema financeiro, integrando a economia mundial para lá de todos os limites compatíveis com as dimensões nacionais das politicas económicas, sobrepondo-se a estas nas definições estratégicas, institucionalizando e amplificando os comportamentos especulativos, libertando-se de qualquer controle ou supervisão das instituições internacionais, anulando a própria eficácia dos mecanismos de ajustamento internacional. O mais impressionante é que esta globalização, de forma crescentemente desregulada e desregulamentada do sistema financeiro internacional, foi impulsionada deliberadamente pela ação e justificação teórica do responsável do principal banco central mundial - Alan Greenspan do FED - ao longo dos quase 20 anos que durou o seu mandato e que se tornou, com este comportamento, o verdadeiro obreiro da alavancagem financeira internacional que acabou por estar na origem da crise internacional de 2008 - 2009.

Foi a injeção contínua e maciça de dólares na circulação internacional que permitiu o funcionamento e fluidez do modelo de globalização assente nos défices americanos constituindo, simultaneamente, a base e o fator impulsionador da

globalização financeira (expresso na Fig. 2, abaixo, com inclusão dos fluxos financeiros ligados ao petróleo) . O setor financeiro internacional, ao expandir-se para além de todos os limites controláveis, ganhou uma dinâmica própria, autonomizando-se cada vez mais da base económica real. Acabou por constituir-se em sistema global específico, com uma lógica própria e contínua de inovação de atividades e produtos que se auto alimentou através da alavancagem, mas que acabou por gerar uma enorme pirâmide financeira global invertida, extremamente vulnerável e pronta a ruir ao menor sinal de interrupção da cadeia.

Figura 2. Canais de injeção de liquidez na economia global



A própria inovação financeira acabou por se converter num eufemismo para a perda efetiva da noção de risco, para a amplificação do *moral hasard*, para a subversão completa dos limites da transparência e da legalidade com a expansão dos *offshores*, para a construção de uma ilusão de dinamismo económico que se propagou à própria economia real, estimulando artificialmente o crescimento de setores económicos, como o caso da construção e imobiliário, e acelerando o desaparecimento de outros, menos capazes de atrair recursos financeiros e mais sensíveis às regras da competitividade global, promovendo a desindustrialização das economias avançadas e em particular das economias europeias, aumentando as assimetrias e contribuindo para o enfraquecimento da endogeneidade da própria zona euro de que falaremos mais à frente.

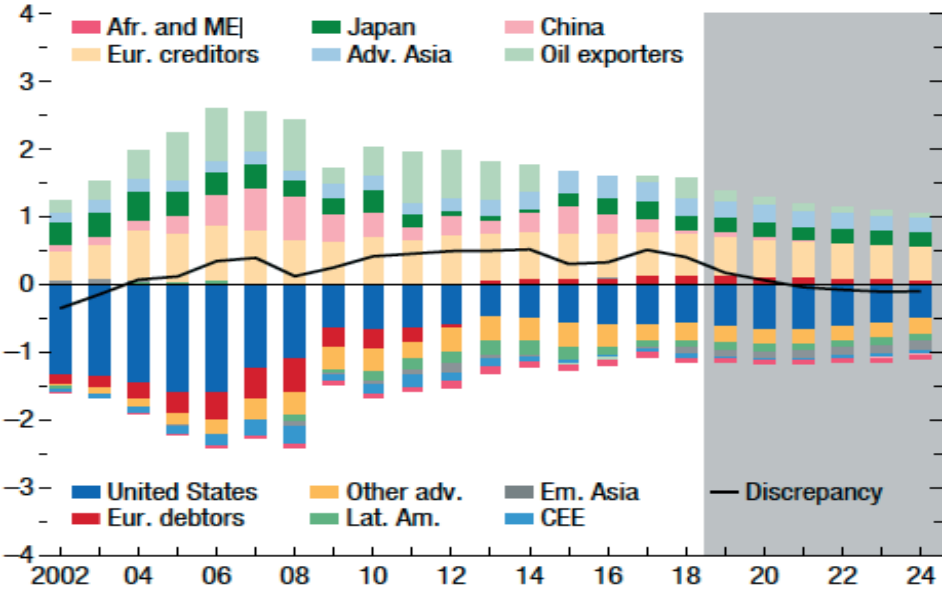
A integração económica global atingiu a sua expressão paradigmática a nível do setor financeiro criando, dessa forma, e simultaneamente, as condições para a amplificação espacial e temporal do processo de acumulação de tensões intrínseco ao funcionamento do modelo de globalização e as vias para a transmissão dos efeitos da explosão, uma vez esta desencadeada.

Olhando *a posteriori não é difícil de compreender que* o funcionamento deste modelo, legitimado pelos comportamentos dos principais responsáveis económicos mundiais e pela própria teoria económica de referência, acabaria por gerar uma acumulação de tensões que, para se manterem dentro de limites comportáveis para o funcionamento do sistema, exigiam a contínua reprodução das suas próprias bases de alimentação, para além do limite que todos antecipavam explosivo, mas que julgavam poder adiar indefinidamente.

Tal como numa sala fechada em que se acumula gás, basta acender uma lâmpada para provocar a explosão, assim se passou com a economia mundial, com a crise do *subprime* do mercado hipotecário americano a fazer o papel do interruptor que, uma vez acionado, fez acender a lâmpada que atuou como detonador da explosão que se generalizaria à economia mundial em 2008 -2009, tal como uma mancha de óleo, em ondas sucessivas que parece ainda não se terem esgotado nos seus efeitos.

A coerência do modelo e a interação entre as dinâmicas de integração da China na economia mundial e de injeção de liquidez por parte dos Estados Unidos, patente nos Gráficos 6 e 7 acima apresentados, pode ser vista igualmente no período que se seguiu à crise de 2008 – 2009, onde a quebra das reservas de dólares detidas pela China, que se verificou a partir de 2013 – 2014, se revela compatível com a redução do défice externo americano, que se produziu na sequência da própria crise e das políticas contracionistas que foram adotadas de forma generalizada. Isto é igualmente visível no Gráfico 8, abaixo, que atualiza a evolução das balanças correntes a nível global, no período posterior à crise internacional, incluindo projeções até 2024.

Gráfico 8 - Balança Corrente Global. (% do PIB mundial)



Fonte: IMF, WEO, abril 2019.

A hipótese de interação entre os défices americanos e a expansão económica global, discutida atrás, aparece com toda a evidência na tendência à redução ou estagnação do excedente global e, em particular, do excedente da China e das economias asiáticas, pondo em causa a continuidade do modelo que vigorou até à crise de 2008 – 2009.

4. A crise de identidade do projeto de integração europeia

A crise económica e financeira internacional de 2008 – 2009, pode ser analisada numa dupla dimensão espaço/tempo. Pode ser considerada na sua dimensão de crise da economia global, como abordamos no ponto anterior, mas também como crise que se manifesta no plano regional, se considerarmos as suas expressões concretas em áreas geográficas, como a Ásia ou a Europa, a zona euro, ou ainda como crise que se manifesta no plano de um país em concreto, como Portugal. Pode ainda ser considerada enquanto crise conjuntural, enquanto expressão da dinâmica cíclica da economia global, ou enquanto crise estrutural, quando estão em causa processos de esgotamento de modelos de funcionamento da economia global, como é o caso (Mendonça, 2014, 2012 e 2008).

No caso da Europa, importa analisar a manifestação da crise global na interação entre as dimensões estrutural e conjuntural, na medida em que esta última, pela dimensão, amplitude e persistência dos seus efeitos, fez evidenciar as dimensões de uma crise europeia mais profunda que estava latente, mas contida, esperando apenas um fator detonador para se manifestar com toda a força acumulada.

A primeira componente desta dimensão estrutural da crise no plano europeu está ligada ao esgotamento das dinâmicas originais do processo de integração, manifestando-se naquilo que podemos designar por *crise de identidade* do próprio projeto de integração.

Com efeito, desde as suas origens, na sequência da segunda guerra mundial, até aos nossos dias, o processo de integração europeia desenvolveu-se em resultado da conjugação de duas dinâmicas distintas, mas convergentes em matéria de resultados.

Por um lado, afirmou-se uma dinâmica de aprofundamento dos níveis de integração que levou o conjunto dos países participantes no processo a evoluir de uma simples forma de integração setorial, visando a gestão conjunta e integrada da produção e comércio das indústrias do carvão e do aço – as duas indústrias estratégicas da altura -, até à União Económica e Monetária, traduzida na criação na zona do euro dos mais recentes mecanismos de integração monetária, como a União Bancária e o Mecanismo de Supervisão, ainda na perspetiva, embora mais limitada, de um prosseguimento em direção à União Política.

Por outro lado, afirmou-se uma dinâmica de alargamento territorial do espaço de integração, com a junção de novas levas de países europeus ao núcleo fundador de seis países (França, Alemanha, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo), até aos vinte e oito Estados-membros atuais, na sequência da adesão da Croácia em 1 de julho de 2013. É um processo que decorreu numa base de extensão geográfica, nos limites do continente europeu, embora não esteja excluída, a possibilidade de ultrapassar estes limites, se se vier a concretizar a entrada da Turquia (agora mais afastada no horizonte), ou se se abrirem as portas, de alguma forma, às pretensões manifestadas por outros países, situados no continente asiático (como Israel), ou no continente africano (países do Magrebe, Cabo Verde, e outros.).

Até um certo momento, a interação entre estas duas dinâmicas, teve como resultante fundamental, progressos paralelos do alargamento do espaço de integração e do aprofundamento dos níveis de integração, significando isto que todos os países caminhavam, em pé de igualdade e simultaneamente, para patamares superiores de integração. A força dominante, durante quase quarenta anos, foi a da *integração inclusiva ou uniforme* – todos nas mesmas condições - por oposição a uma perspectiva contrária de *integração exclusiva ou multiforme* – alguns em condições diferentes.

É interessante, ainda, referir, como expressão da interação positiva entre aprofundamento e alargamento, que dois dos mais importantes marcos de evolução do processo de integração europeia conjugaram, precisamente, entradas de novos países com saltos qualitativos no estádio de integração – é o caso da adesão de Portugal e Espanha (1 de janeiro de 1986) com a entrada em vigor do Ato Único Europeu (1 de julho de 1987) ; e o caso do Tratado da União Europeia, ou Tratado de Maastricht, como é mais conhecido, (entrada em vigor em 1 de novembro de 1993) que abriu o caminho para a União Económica e Monetária em três etapas e que precedeu a adesão da Áustria, Suécia e Finlândia.

Esta realidade alterou-se, no entanto, na sequência da criação da moeda única. Como é sabido, o Reino Unido, a Dinamarca e a Suécia, embora por razões diferentes, auto excluíram-se da zona euro e, a partir daí institucionalizou-se, de facto, a Europa a múltiplas velocidades, ainda que na perspetiva de recuperação e convergência numa fase posterior, por parte dos retardados. Em todo o caso, o avanço para a moeda única nestas condições, não deixou de prenunciar a chegada do processo de integração Europeia a uma fase crítica, de esgotamento do modelo original de evolução, consagrado no Tratado de Roma e que tinha servido de referência até então. Visto *a posteriori*, não é de excluir a hipótese de que tenha sido, precisamente, a decisão de avançar para o euro sem estarem reunidas todas as condições de otimidade da zona monetária, designadamente no que respeita aos níveis de desenvolvimento da integração fiscal, a estar na origem do aprofundamento das assimetrias que se manifestaram na crise de 2008 – 2009 e que, de certo modo, criaram as condições para que levaram ao processo, ainda em curso, de saída do Reino Unido, que veio aprofundar ainda mais o que designamos por crise de identidade do projeto de integração europeia.

Nas revisões posteriores do Tratado de Roma, designadamente as que se traduziram nos Tratados de Amsterdão (entrada em vigor em 1 de maio de 1999) e de Nice (entrada em vigor em 1 de fevereiro de 2003), as mudanças qualitativas no estádio de integração são menos evidentes. Trata-se, fundamentalmente de arranjos institucionais – um certo arrumar da casa – para acomodar o grande alargamento a leste, decidido na sequência da queda do muro de Berlim em 9 de novembro de 1989 e da reunificação alemã, um ano depois, em 3 de outubro de 1990. Em todo o caso, são reforçados os mecanismos de abertura para a Europa a múltiplas velocidades. O Tratado de Amsterdão confirma o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e adota o princípio da flexibilidade ou "cooperação reforçada", segundo o qual os Estados-membros mais reticentes não podem impedir os restantes de avançar em determinadas matérias. Ou seja, reconhece institucionalmente a possibilidade de integração multiforme. Esta possibilidade é mais desenvolvida, ainda com o Tratado de Nice.

No seu conjunto, estas revisões representam menos um "salto em frente" e mais uma defesa de posições dos países dominantes face às incertezas associadas

ao aumento das assimetrias económicas e às mudanças na correlação de forças no seio da União. Esta "estagnação" no plano do aprofundamento dos níveis de integração constituiu uma expressão evidente do esgotamento do modelo de integração europeia, tal como se vinha desenvolvendo até então, e a entrada na nova fase que designamos de *crise de identidade do projeto de integração europeia*. Uma nova fase que vem a ser confirmada e reforçada com a não ratificação do Tratado da Constituição Europeia em 2007 e a sua substituição pelo Tratado de Lisboa, entrado em vigor em 1 de dezembro de 2009, revisto três anos depois pelo Tratado sobre a Estabilidade, a Cooperação e a Governação na União Económica e Monetária, que entrou em vigor em 1 de janeiro de 2013.

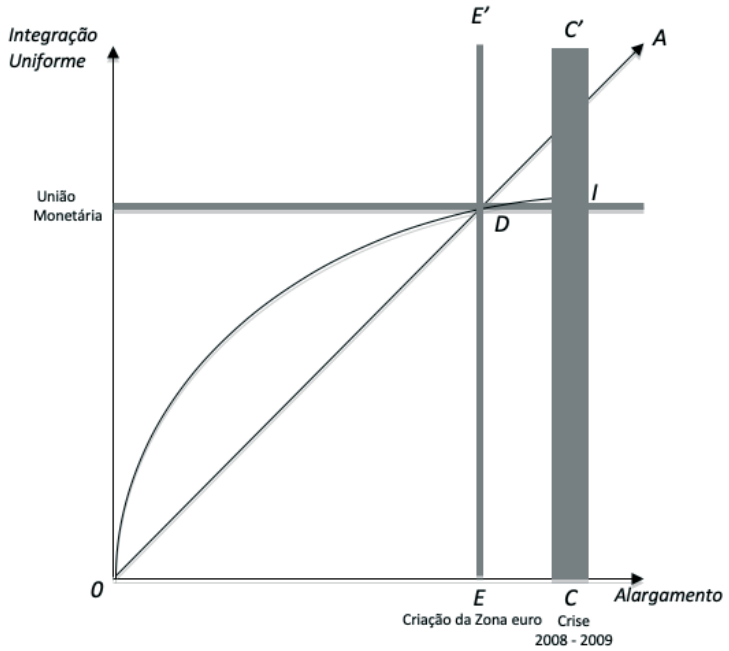
Estas últimas alterações institucionais coincidiram com o início do processo de recuperação da economia europeia que se afirmou, embora com taxas de crescimento muito fracas, até aos nossos dias, com a desaceleração a partir da segunda metade de 2018 a que fizemos referência no início deste trabalho, parecendo ir ao encontro das necessidades de governação a nível da União Europeia e, sobretudo, da zona euro. Todavia, entre a aparência e a realidade a distância pode ser imensa e isso é o que parece estar a acontecer na União Europeia.

Em 23 de junho de 2016, contra todas as expectativas, incluindo as do próprio dia da realização do referendo, o Reino Unido aprovava a saída da União Europeia, dando início ao processo complexo e não enquadrado devidamente na matriz institucional e cultural do projeto de integração europeia de que, no momento em que estas linhas são escritas, ainda não se sabe qual será o desfecho.

Pode considerar-se que a crise de identidade do projeto europeu entrou numa nova fase, qualitativamente superior, que, independentemente da forma como se resolver o caso do chamado *Brexit*, poderá acentuar ainda mais as forças centrífugas que se têm vindo a desenvolver por toda a Europa e que transformam as próximas eleições para o Parlamento Europeu (26 de maio de 2019) num potencial fator de acréscimo de desestabilização.

A evolução do processo de desenvolvimento da crise de identidade do projeto de integração europeia pode ser representada, de forma mais sistematizada, recorrendo ao diagrama abaixo apresentado (Fig. 3).

Figura 3. Evolução do processo de integração europeia



Fonte: Elaboração do autor.

Em abcissa representa-se o tempo histórico da integração europeia, com os sucessivos alargamentos. Em ordenada representa-se o processo uniforme ou inclusivo de aprofundamento da integração, isto é, o processo em que os sucessivos níveis de desenvolvimento do processo de integração são partilhados por todos os Estados-membros. A origem dos eixos pode ser considerada como o início do processo de integração europeia, com a criação da CECA em 1952.

A linha *OA*, por sua vez constitui a bissetriz do quadrante e representa o equilíbrio entre as dinâmicas de aprofundamento e de alargamento do processo de integração europeia. Acima da bissetriz a prioridade é dada ao aprofundamento da integração: as dinâmicas de aprofundamento sobrepõem-se às dinâmicas de alargamento, afirmando-se a tendência para uma integração uniforme ou inclusiva. Abaixo da bissetriz passa-se o inverso: as dinâmicas de alargamento sobrepõem-se às dinâmicas de aprofundamento, reforçando assimetrias e criando obstáculos à passagem a novos patamares de integração.

A curva *OI* representa a trajetória do processo de integração. A forma côncava que reveste prende-se com a interação entre as dinâmicas de aprofundamento e alargamento e com a afirmação progressiva de um *trade-off* entre elas. À medida que o alargamento evolui verificam-se dificuldades crescentes em avançar para

patamares superiores de integração ou, simplesmente, para manter os níveis já atingidos, não sendo de excluir, inclusive, a hipótese de regressão nos níveis de integração, caso em que a inclinação da curva *OI* passaria a negativa.

Entre a criação da CECA e a introdução do euro as dinâmicas de aprofundamento da integração sobrepuseram-se, de forma clara, às dinâmicas de alargamento. A preocupação central dos responsáveis pela condução do processo consistiu na criação de condições para que patamares mais desenvolvidos de integração pudessem ser alcançados e com a participação de todos os Estados-membros. Este processo está representado na secção da curva *I, OD,* acima da bissetriz *OA.*

A partir da introdução da moeda única, em 1 de janeiro de 1999 (representada no gráfico pela linha *EE'*), as dinâmicas de aprofundamento perdem força. Os novos níveis de integração deixam de ser partilhados por todos (o Reino Unido, a Suécia, a Dinamarca, por opção, e a Grécia, por não ter preenchido os critérios, ficam de fora do euro). Em contrapartida, acelera-se a dinâmica de alargamento, com a entrada a 1 de maio de 2004 de mais 10 países, do centro e leste da Europa (República Checa, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Polónia) e as ilhas mediterrânicas de Chipre e Malta, elevando, para 25; a 1 de janeiro de 2007, a mais dois, Bulgária e Roménia, passando para 27 o número de membros; e a 1 de julho de 2013, à Croácia, fixando o número atual de estados-membros em 28, com a perspetiva de voltar a 27, caso se concretize a saída do Reino Unido. A heterogeneidade dos níveis de desenvolvimento destes novos países, uns em relação aos outros e de todos em relação aos antigos, acentua as dificuldades em partilhar os níveis mais avançados de integração, com a moeda única à cabeça. O vetor monetário fica de fora, embora a adesão à moeda única deva ser feita em tempo oportuno tendo em conta o fim da cláusula de *opting out*. Em qualquer caso, institui-se, na prática, a Europa a duas velocidades: uma mais restrita - a da moeda única, ou zona euro; outra mais alargada – a União Europeia, propriamente dita. Esta nova realidade está representada na passagem da curva *I* para baixo da bissetriz e na sua reduzida inclinação, traduzindo a ideia de um estado próximo da estagnação em matéria de aprofundamento da integração, seja em resultado dos novos alargamentos realizados seja em resultado dos que se perspetivam.

A introdução da moeda única representa o ponto crítico de viragem. Ela representa a passagem a um patamar superior de integração económica, em que se verifica a transferência da soberania monetária para uma instituição supranacional comunitária, com a consequente perda da autonomia nacional da política monetária, mas, simultaneamente, a manutenção da política orçamental no âmbito da gestão nacional, se bem que fortemente restringida pelas condições do Pacto de Estabilidade e Crescimento e, mais recentemente, pelo Tratado sobre a Estabilidade, a Cooperação e a Governação na União Económica e Monetária.

Todavia, estas restrições não são verdadeiras restrições por duas ordens de razões fundamentais. Em primeiro lugar, porque não repousam numa base homogénea de condições fiscais. Apesar da unificação monetária, continua a verificar-se uma disparidade de situações fiscais que funcionam como instrumentos de concorrência económica entre países da mesma zona monetária, o que não deixa de ser um contrassenso. Em segundo lugar, porque não emanam de uma situação de simetria entre as condições económicas dos diferentes países sendo, por isso, extremamente vulneráveis a todas as perturbações do ciclo económico, particularmente as de maior dimensão, como aquelas que resultaram da crise económica e financeira de 2008 - 2009. Estes dois tipos de disparidades são produtoras de ineficiências económicas, na medida em que dificultam a integração das politicas monetária e orçamental numa zona monetária unificada, podendo mesmo dar origem a disrupções como a que se verificou com a transformação de uma crise que atingiu a zona euro no seu conjunto, numa crise profundamente assimétrica de dívidas soberanas.

A política orçamental surge, no contexto da discussão das zonas monetárias ótimas, como um instrumento fundamental de resposta a choques assimétricos na ausência de uma suficiente flexibilidade de preços e salários ou de mobilidade de fatores. No entanto, considerando as limitações impostas à política monetária no financiamento dos défices públicos, a política orçamental torna-se um instrumento extremamente limitado e simultaneamente vulnerável, tendo em conta a rigidez que existe na estrutura dos orçamentos públicos e as pressões acrescidas ao aumento de despesa nas situações de recessão económica.

Deste modo, a política orçamental, que nasce como uma preocupação essencialmente anti cíclica, transforma-se, no contexto da união monetária, num instrumento pró-cíclico, com tudo o que isso implica em situações de recessão profunda como foi o caso da situação vivida na sequência da crise internacional, contribuindo, por omissão, para reduzir os instrumentos de combate às dificuldades económicas, quer no plano nacional, quer no plano do espaço de integração.

A recusa do papel anticíclico da política orçamental, assumida na primeira linha pela Alemanha nas discussões sobre a resposta à crise das dívidas soberanas, repousa na ideia dos chamados problemas de agência. Os argumentos utilizados contra este tipo de financiamento da economia, por parte de uma autoridade central, foram, fundamentalmente, três (Bordo, 2004 e 2011): i) os devedores nacionais têm incentivos para não pagar aos credores se antecipam *bails-outs*; ii) os devedores têm incentivos para não revelarem a verdadeira dimensão dos seus problemas aos credores, resultando em seleção adversa; iii) e, por último, os bancos e o sistema financeiro têm tendência em abusar da confiança que lhes é dada pelo facto de serem agentes do funcionamento do sistema de crédito, emprestando aos Estados sem capacidade de crédito na expectativa de *bails-outs*. Ou seja, de acordo com esta perspetiva, a existência de soberania orçamental num

contexto de união monetária produz, necessariamente, problemas do tipo *free-riding*, pelo que deve ser limitada a todo o custo, particularmente nas situações de recessão, quando ela se torna mais necessária.

É precisamente esta constatação que está na origem da generalidade dos processos de centralização das políticas orçamentais que se seguiu à crise dos anos 30, nos países com características de federações, como no caso dos EUA. Mas nestes casos desenvolveram-se fórmulas de articulação e de disciplina nas relações entre os subespaços regionais e o espaço central através do estabelecimento de cláusulas diversas, incluindo de orçamentos equilibrados, de limites ao endividamento e de não *bail-outs*. Importa ter presente, no entanto, que não obstante todas as preocupações enunciadas, estas cláusulas revelaram-se sempre pouco credíveis e nem sempre resistiram a situações de maior aperto, inclusive nos países supostamente mais ortodoxos nesta matéria como é o caso da Alemanha, onde o excesso de endividamento dos Länds esteve na origem das dificuldades em cumprir o PEC em 2002, para já não falar da ultrapassagem do critério nominal dos 60% da dívida pública, em resultado da unificação alemã que levou a que este critério fosse reinterpretado de forma a permitir que a nova Alemanha unificada pudesse ser membro fundador do euro.

A integração fiscal é um processo que evolui de acordo com as circunstâncias e está associada a processos de unificação política. Na Europa não existe essa unificação política, nem se perspetiva que ela se venha a concretizar num prazo razoável, de modo a influenciar positivamente a atual situação de crise de identidade do projeto europeu. Daí, também, as dificuldades em avançar no domínio de uma maior integração fiscal, seja pela via do reforço do orçamento comunitário seja pela via da harmonização de regras. Não existe um suficiente "espírito federal" na Europa, embora ele possa ser criado pela necessidade de dar resposta à crise, o que, todavia, não parece ser o caso na atual situação da zona euro.

A realidade é que a crise de identidade do projeto europeu, agravada de forma exponencial na sequência da crise económica e financeira global e da forma pouco integrada e contraditória como se procurou dar resposta às suas manifestações na economia regional europeia e na zona euro, em particular, está longe de estar superada ou, sequer, de ter iniciado um processo de esgotamento. Muito pelo contrário, não obstante todas as medidas de caracter mais estrutural que foram tomadas, continua a gerar dinâmicas centrífugas, de que o recente caso do *Brexit* constitui um exemplo maior, mas não único. E corre o risco de se agravar, na sequência das próximas eleições europeias, ou se a perda de dinamismo que, entretanto, se registou na economia europeia se vier a traduzir numa nova crise.

No atual contexto em que se manifesta a crise de identidade do projeto europeu, duas hipóteses de evolução parecem desenhar-se no horizonte.

Numa primeira hipótese, os responsáveis europeus reconhecem a situação atual de heterogeneidade e de assimetrias da zona e ajustam as condições do processo de integração a essa realidade. Em certo sentido, como discutiremos um pouco mais à frente, a política monetária não convencional do banco central europeu e outras medidas tomadas para reforçar a União Monetária parecem enquadrar-se nesta perspetiva.

Numa segunda hipótese, produz-se um reforço das posições mais ortodoxas e da hegemonia da Alemanha, com manutenção do atual quadro de exigências, e corre-se o risco de ver reforçadas as dinâmicas centrífugas, do tipo *Brexit*, com redução do espaço geográfico de integração unificada, ou criação de múltiplos espaços de integração.

Em qualquer destas hipóteses existe um leque de possibilidades, cuja abertura terá tendência a reduzir-se à medida que se for arrastando a ausência, ou a insuficiência de intervenção. Na primeira hipótese, agravar-se–ão os custos das medidas que vierem a ser tomadas e que passarão, necessariamente, pelo aprofundamento da integração, no plano monetário, fiscal, orçamental e, naturalmente, político, com transferência acrescida de soberania - o que não deixará de ser considerado como um custo. Na segunda hipótese, os riscos de implosão do projeto de integração europeia, tal como o concebemos até agora, incluindo o de dissolução, ou de redução significativa da zona euro, aumentam de forma exponencial.

A chegada do processo de integração europeia a este ponto critico, está representada na figura 3, através da barreira *CC'*, que, por sua vez, representa o papel da crise económica e financeira global de 2008 – 2009, na manifestação da crise de identidade do projeto europeu, até aí existente como fenómeno latente, mas em progressivo desenvolvimento. O que vier a acontecer determinará a forma posterior da curva *OI,* que representa o processo de integração. Poderá infletir para cima, assumindo uma forma convexa, significando a resolução das dificuldades e o aprofundamento da integração. Ou poderá infletir para baixo, assumindo uma inclinação negativa, significando a redução da integração uniforme, ou mesmo a desintegração.

5. A ineficiência do processo de ajustamento no sistema euro

A segunda manifestação estrutural da crise económica e financeira global de 2008 – 2009, na dimensão espacial europeia, tem a ver com a ineficiência evidenciada pelo sistema euro no seu papel de mecanismo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos produzidos, quer no plano interno quer no plano externo dos diferentes países que integram a zona da moeda única.

Fazendo um breve balanço retrospetivo dos cerca de dez anos que mediaram a criação do euro da crise de 2008 – 2009, constata-se que não só se verificou a

ineficiência do mecanismo de ajustamento ao longo deste período, como ao relaxar a restrição da balança de pagamentos, num quadro de diferenças significativas de competitividade, permitiu a acumulação de desequilíbrios conjunturais que acabaram por se manifestar de forma explosiva com a crise.

A não correção atempada destes desequilíbrios macroeconómicos gerou, por sua vez, a produção de um outro tipo de desequilíbrio, este de natureza mais estrutural, que consistiu no aumento das assimetrias entre os países da zona euro. Longe de se ter verificado a produção de endogeneidade na zona monetária, conforme pressuposto na teoria, o que se verificou foi a acentuação de idiossincrasias, que ampliaram as condições para a produção de choques assimétricos, de que a chamada crise das dívidas soberanas acabou por constituir a expressão maior.

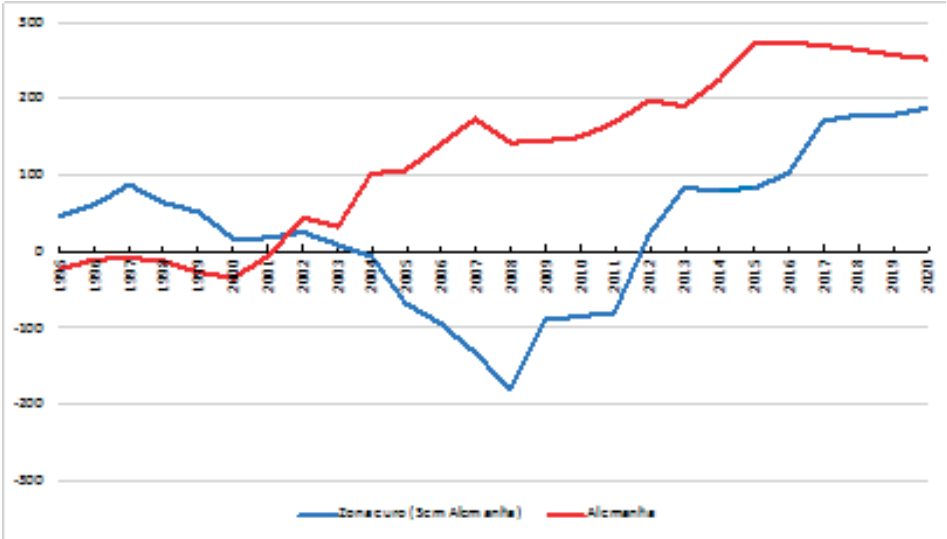
É interessante de notar que esta discussão em torno da endogeneidade da zona euro não é nova e desenvolve-se, precisamente, em relação à discussão dos critérios que permitem definir uma zona monetária ótima, ou seja, aquela em que poderá justificar-se, por critérios de eficiência acrescida, enquanto mecanismo de ajustamento, a introdução de uma moeda única. Podemos referir, entre outros trabalhos, Frankel e Rose (1996 e 1998), onde é discutido o papel da intensificação das trocas comerciais entre os países na sincronização dos ciclos económicos respetivos e, portanto, na diminuição da probabilidade de ocorrência de choques assimétricos, ou os trabalhos de Kenen (1963) e de Krugman (1993), onde a hipótese de aumento da especialização entre os países é considerada, para contestar esta relação positiva com a sincronização dos ciclos económicos que terão tendência a ser mais assimétricos, produzindo a ineficiência da moeda única. Num estudo em que nós próprios participamos sobre esta temática, aplicado ao caso da zona euro (Silvestre e Mendonça, 2007; Mendonça, Silvestre e Passos, 2011), concluiu-se que os efeitos positivos da intensidade do comércio sobre a sincronização dos ciclos mostrou tendência a diminuir ao longo do tempo, com particular relevo nos dez últimos anos do período em análise. O estudo foi realizado para o período de 1963 – 2003 e esta diminuição de importância da intensificação das trocas no seio do grupo verificou-se, precisamente, entre 1993 e 2003, ou seja o período em que se verificou o maior desenvolvimento da integração económica da Europa, na sequência da aplicação dos critérios de Maastricht para a preparação dos países para a moeda única e da sua introdução efetiva em 1 de janeiro de 1999. Portanto, a redução da produção de endogeneidade é algo que parece ter sido inerente à zona euro, desde a sua criação, o que remete para a própria concepção e desenho da construção da moeda única no espaço europeu, o que poderá estar na base da ineficiência do euro enquanto mecanismo de ajustamento.

Uma das áreas em que se revela a ineficiência do euro, enquanto mecanismo de ajustamento, tem a ver com o equilíbrio externo no seio da zona.

Nos gráficos 9 e 10, abaixo apresentamos a evolução dos saldos das balanças correntes da zona euro, sem a Alemanha e da Alemanha, entre 1986 e 2018 e até

2020 (previsões). Evidencia-se a acumulação de excedentes externos por parte da Alemanha e de défices por parte do resto da zona, praticamente desde o começo do euro e até à eclosão da crise de 2008 – 2009. A partir daí, verifica-se uma correção, com a passagem a uma situação excedentária também da zona euro, mas isto tem mais a ver com a própria crise e as medidas de contração adotadas generalizadamente do que com a ação corretora do euro. A correção verifica-se, sobretudo do lado dos restantes países da zona euro, já que no caso da Alemanha continuam a acumular-se elevados excedentes externos.

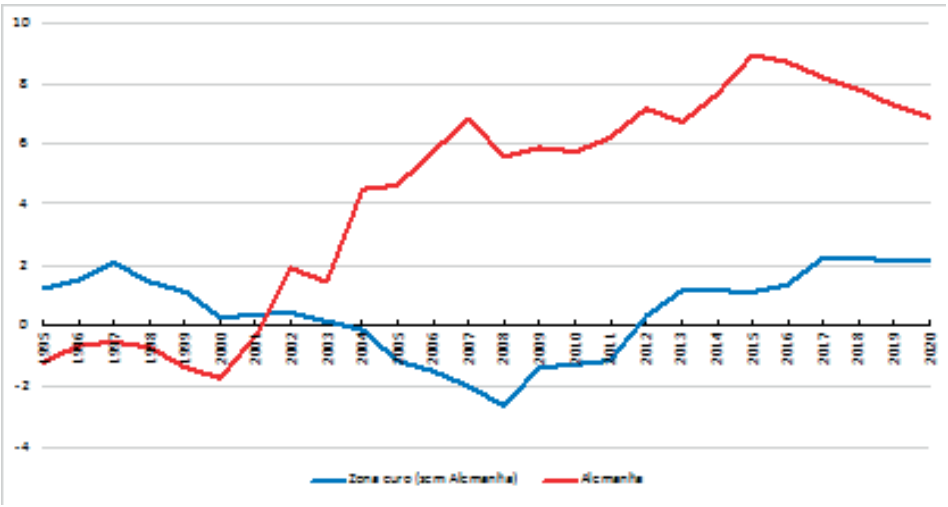
Gráfico 9 - Balanças Correntes da zona euro (sem Alemanha) e da Alemanha: 1986 – 2020. Unidade: Mil milhões de euros



Fonte: AMECO, abril 2019

É interessante verificar-se a identidade de situações entre a Alemanha e a zona euro e entre a China e os Estados Unidos, analisada atrás. A simetria nas duas situações é impressionante, traduzindo bem os papeis idênticos que a Alemanha e a China desempenham atualmente a nível da economia global. No caso particular da Alemanha aparece claramente a vantagem que decorre de ter uma moeda que não se valoriza em resultado da acumulação de excedentes sucessivos, o que não ocorreria certamente se a moeda ainda fosse o marco, que se teria valorizado significativamente, gerando perda de competitividade da Alemanha com consequente correção de excedentes.

Gráfico 10 - Balanças Correntes da Zona euro (sem Alemanha) e da Alemanha: 1986 – 2020. Unidade: % do PIB



Fonte: AMECO, abril 2019

As vantagens assimétricas da criação do euro no que respeita à Alemanha e aos outros países da zona euro, está claramente evidenciada nos dois gráficos. A Alemanha passa rapidamente de uma posição externa deficitária, existente antes da criação da moeda única e em grande parte devido ao processo de unificação, ocorrido precisamente nos anos anteriores à criação do euro, para uma posição largamente excedentária, coincidindo exatamente com o período de funcionamento do euro. Comparando com o resto da zona euro, constata-se o papel assimétrico do euro que, até à explosão da crise, permite a acumulação de excedentes, de um lado, e a acumulação de défices do outro. É óbvio que outros países da zona também verificaram excedentes, como no caso da Holanda, mas não invalida que, no seu conjunto, a zona euro sem a Alemanha registasse acumulação de défices, traduzindo a realidade de vários países, entre os quais Portugal.

Este acumular de desequilíbrios externos teve, como não podia deixar de ser, consequências no plano interno, com a produção de desequilíbrios ao nível interno dos países em concordância com as situações de défice ou de excedente que, uma vez mais, o euro não foi capaz de dar resposta, contribuindo também neste plano como fator de ampliação.

Em situação de existência de taxas de câmbio nacionais, os países com persistência de situações deficitárias, teriam mais tarde ou mais cedo de deixar as suas moedas desvalorizar-se, procurando desta forma relançar a sua competitividade externa. Produzir-se-ia a subida das taxas de juro internas, com

consequente redução da procura interna, redução de preços e todo o conjunto de efeitos conhecidos com impactos positivos em termos do défice externo. No caso dos países excedentários, a situação seria a oposta, com revalorização cambial, redução das taxas de juro, pressões inflacionistas e perda de competitividade, com impactos negativos no excedente.

Todavia o euro veio baralhar todo este esquema de ajustamento económico. No caso dos países deficitários, a moeda única veio relaxar a restrição da balança de pagamentos, permitindo a continuação do processo de acumulação de défices. Foi, por exemplo, o caso de Portugal. No caso dos países excedentários, a moeda única permitiu manter as taxas de juro, conter os salários, conter as pressões inflacionistas, não aumentar a procura interna de forma substancial e manter a competitividade externa, permitindo continuar o processo de acumulação de excedentes externos. Ou seja, o sistema euro não funcionou enquanto mecanismo de ajustamento, externo e interno dos diferentes países, permitindo a acumulação de desequilíbrios que consolidaram, em vez de corrigirem, as assimetrias estruturais da zona e que acabaram por se manifestar, com toda a violência na crise de 2008 – 2009.

Na resposta à crise, o que se esperaria de uma zona monetária, com moeda única e sem possibilidade de utilizar de forma diferenciada o instrumento cambial, seria uma resposta conjunta, coordenada e simétrica, responsabilizando por igual, países excedentários e países deficitários. Ora o que se verificou foi exatamente o contrário. Os responsáveis pela gestão da zona permitiram que os países se expusessem nas suas diferenças, acentuando as condições para um choque completamente assimétrico da crise económica global.

Em vez de se produzir uma resposta conjunta, o que se verificou foi um abandono dos países à sua sorte, potenciando os movimentos especulativos e tornando ineficazes as ações individuais. Ao recusar-se a intervir como zona de moeda única efetiva, a zona euro não só potenciou todas os efeitos negativos da crise, como também, ao distribui-los de forma assimétrica, fez recair os custos do ajustamento sobre as economias mais débeis. Ao fazê-lo, a zona euro colocou em questão a própria utilidade do euro, fazendo sobressair o lado dos custos relativamente aos benefícios de pertencer a uma zona de moeda única. A crise das dívidas soberanas é apenas uma das dimensões em que este funcionamento da zona euro pela negativa se manifestou. Ao deixar expor os países como entidades autónomas, a zona euro negou-se a si própria, deixando desenvolver-se forças centrífugas, que a adoção por parte do BCE da política monetária não convencional e a recuperação económica, entretanto ocorrida, acabaram por conter, mas não eliminaram. E que qualquer recaída da economia europeia poderá voltar a fazê-las manifestarem-se, com todas as consequências negativas sobre a própria existência da zona euro, pelo menos nos moldes em que existiu até agora.

6. O papel da política monetária não convencional

A intervenção do Banco Central Europeu através da chamada política monetária não convencional merece uma reflexão particular, tendo em conta o que dissemos nos pontos anteriores sobre a crise de identidade do projeto europeu e a ineficiência do sistema euro, enquanto mecanismo de ajustamento.

Quando se analisa a resposta às manifestações europeias da crise económica e financeira internacional é importante considerar a existência de dois períodos fundamentais: um período que, *grosso modo*, se estende entre o final de 2007, quando a crise do *subprime* se estava a desenvolver nos EUA, e novembro de 2011 e que coincide substancialmente com a Presidência do BCE do francês Jean-Claude Trichet; e um período posterior, que se estende até aos nossos dias, e que é marcado pela presidência de Mario Draghi (Mendonça, 2019, 2018 e 2017).

Durante o primeiro período, ensaiam-se as primeiras medidas de carácter não convencional, sob a forma de injeção de liquidez na economia, à semelhança do que estava a ser feito pelos bancos centrais dos Estados Unidos e de outros países. Isto aconteceu, quando se começava a evidenciar o começo da contaminação da crise do *subprime,* já não apenas ao sector financeiro americano, mas a todo o sistema financeiro mundial. No entanto, não parece verificar-se ainda na altura a plena consciência do que estava para vir.

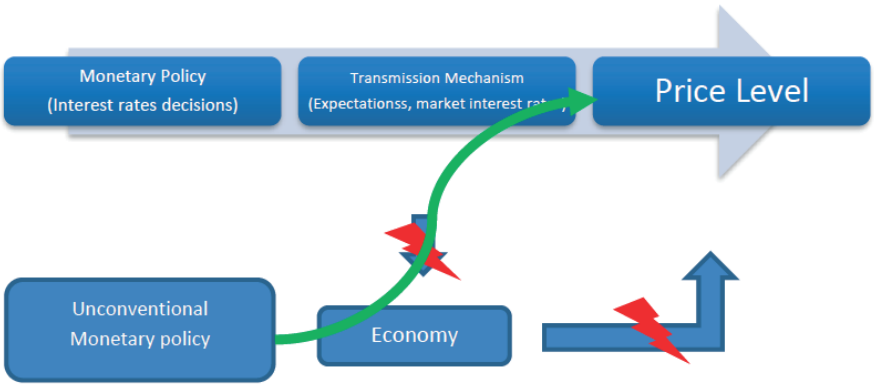
É espantoso, quando se analisa à distância o desenvolvimento do fenómeno da crise económica e financeira internacional, como os responsáveis do BCE, em julho de 2008, já em pleno processo de detonação da crise na economia europeia, decidem elevar as taxas de juro de 4 para 4,25%, alegando os perigos de aceleração da inflação na zona euro (Ver gráfico 11, abaixo). Isto, quando os seus congéneres americano, inglês e japonês, faziam exatamente o contrário, baixando as taxas de juro, preocupados com o desenvolvimento da crise e com os efeitos em termos do produto e do emprego.

Claro que a realidade se impôs dolorosamente, pouco depois, em 15 de setembro do mesmo ano, quando se dá a derrocada do Lehman Brothers e tudo o que se seguiu e o BCE se vê obrigado a alinhar com os seus parceiros na descida das taxas de juro. Mas voltava a insistir, em novo agravamento da crise, em abril e julho de 2011, ainda sob a presidência de Trichet, elevando as taxas de juro para 1,5% para, de novo, ser obrigado a arrepiar caminho, em novembro desse mesmo ano, já sob a presidência de Mario Draghi (Ver gráfico 11, abaixo).

Iniciou-se, a partir daqui o processo de rotura com a posição mais ortodoxa dos anteriores responsáveis, com o desenvolvimento das chamadas medidas não-convencionais de política monetária, que iriam encostar as taxas de juro no *zero lower bound* efetivo, em que se encontram até aos dias de hoje, e que encontraram no antigo governador do Banco de Portugal, a exercer as funções de Vice-presidente do BCE – Vítor Constâncio - um dos teorizadores da necessidade

de adotar as medidas não convencionais, como resposta ao disfuncionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, resultante dos efeitos produzidos na economia da zona euro pela crise financeira internacional, através do estabelecimento de um *bypass* direto para o nível de preços, tal como é apresentado na figura 4, abaixo.

Figura 4. O *bypass* da política monetária não convencional



Fonte: Mendonça, 2017

Em junho e setembro de 2014, abre-se uma nova fase de desenvolvimento da política monetária não convencional, com um novo conjunto de medidas destinadas, por um lado, a financiar diretamente as empresas do sector não-financeiro e, por outro, a incentivar os empréstimos bancários, igualmente, ao sector não-financeiro privado. De acordo com os próprios responsáveis do BCE, o objetivo destas medidas era a dinamização da atividade económica, através da expansão ativa do balanço do BCE, até aos níveis considerados necessários para tornar efetiva a política monetária, num contexto em que as taxas de juro se encontravam nos seus níveis mínimos. Ou seja, tratava-se de pôr em pleno funcionamento o mecanismo do *bypass*, refletindo uma situação em que o BCE deixava de acreditar na capacidade do sector bancário para usar devidamente as facilidades de liquidez que lhe eram disponibilizadas, criando em alternativa canais diretos de transmissão monetária, tal como representado na figura 4. Com estas medidas, o BCE pretendia, ao mesmo tempo, criar as melhores condições para que o sistema bancário pudesse corrigir os seus próprios balanços sem que disso viesse a resultar a transmissão de uma redução de crédito para a economia.

Em termos práticos esta postura do BCE representava uma nova abordagem do seu papel, mais próxima do *quantitative easing*, seguida pelo Fed e outros bancos centrais, mais em em linha com a concepção do papel do banco central

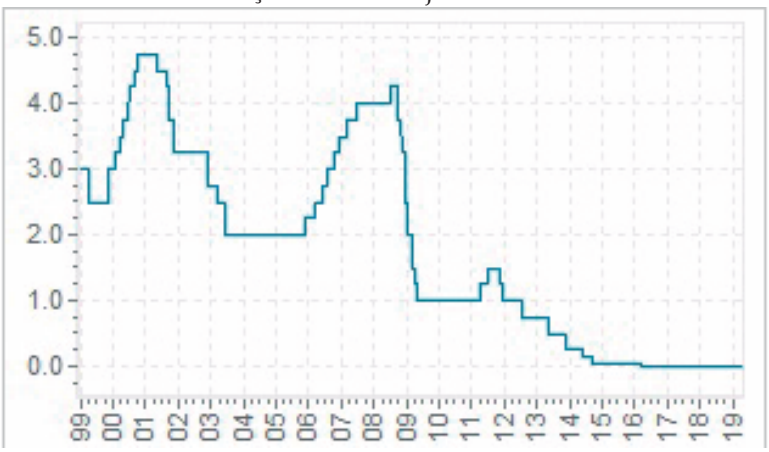
como "credor de último recurso", uma postura formalmente rejeitada antes pelo BCE, incluindo a nível estatutário e não assumida como sendo a substância das medidas não convencionais, pelo menos até esse momento.

Ao mesmo tempo, estas novas medidas também significaram o compromisso do BCE para com a manutenção de baixas taxas de juro num horizonte temporal alargado, mesmo para além de um contexto de recuperação económica, como foi o caso dos últimos três ou quatro anos em que, não obstante a verificação de taxas de crescimento positivas do PIB na zona euro, o banco central entendeu não mexer nas taxas de juro. É de mencionar, ainda, a aceitação de uma taxa de inflação superior aos limites fixados (*inflation rate overshooting*), num contexto de crescimento económico, como forma de encorajar o uso destas e doutras medidas não convencionais. De certo modo, a desaceleração registada nos últimos tempos e a persistência de taxas de inflação baixas, analisadas no primeiro ponto deste trabalho, vieram dar razão a esta postura de prevenção por parte do BCE.

A reforçar ainda esta nova postura do BCE, um novo conjunto de medidas é posto em execução na sequência das decisões do Conselho de Governadores, em 10 de março de 2016.

O *zero lower bound* é efetivamente atingido com a decisão de fixar a taxa das operações principais de refinanciamento em 0% (gráfico 11, abaixo). Mas, o mais significativo do conjunto de decisões, é a aceitação da possibilidade de financiamento da economia a taxas negativas, tendo como referência a taxa das facilidades permanentes de depósito, fixada nos -0,4%. Esta possibilidade é prevista no quadro do lançamento de um novo programa de refinanciamento de longo prazo (TLTRII), para os bancos que tenham excedido um volume de referência de crédito líquido concedido à economia.

Gráfico 11 - Evolução da taxa de juro de referência do BCE



Fonte: https://pt.global-rates.com/taxa-de-juros/bancos-centrais/banco-central-europeo/juros-bce.aspx

É importante tomar consciência que, com esta decisão, se abriu um novo estádio de intervenção para a política monetária. Em certo sentido, abriu-se uma autêntica caixa de Pandora de que ninguém sabe verdadeiramente o que poderá resultar, não obstante todas as declarações de que a política monetária continuará a utilizar a taxa de juro como instrumento de intervenção. Em presença de um novo arrefecimento da economia – o que está a acontecer atualmente – só se poderá divisar a fixação da taxa de juro de juro de refinanciamento em território negativo, o que não deixa de constituir uma negação da própria teoria da política monetária, para não falar da atual prática.

A questão decisiva é esta: a política monetária não convencional continuará a funcionar? A realidade é que não obstante o papel que a política monetária não convencional tem vindo a desempenhar na dinamização da atividade económica, a adoção de medidas cada vez mais radicais pode querer significar outra coisa. Que a política monetária não convencional entrou num processo de exaustão progressiva da sua capacidade de influenciar o curso dos acontecimentos, tal como no caso de um doente, dependente de medicamentos, que requer doses sucessivamente mais fortes da substância para controlar os sintomas da doença , ao mesmo tempo que a doença não para de se desenvolver.

Isto remete para a necessidade de considerar a utilização de outros instrumentos de forma coordenada, ao nível da zona euro, que estejam para além da simples utilização da política monetária e que se articulem com ela na promoção do crescimento económico. Isto obriga a considerar o papel da política orçamental e de outras políticas com ela relacionadas que têm estado fortemente condicionadas em resultado das prioridades dadas à redução dos défices e das dívidas públicas.

Para concluir este ponto, diríamos que se tem assistido na zona euro, ao longo dos dez anos em que se têm feito sentir os efeitos da crise económica e financeira internacional, a um comportamento de certa forma esquizofrénico por parte dos responsáveis económicos. Por um lado, prossegue-se uma política com efeitos contracionistas generalizados que resulta da preocupação com a redução dos défices e dívidas, o que não só contribuiu para a forte recaída de 2011 – 2012, como tem impedido a economia europeia e da zona euro de retomar ritmos de crescimento mais fortes e sustentados. Por outro lado, prossegue-se uma política monetária claramente expansionista, para além de todos os limites previstos no quadro da intervenção do BCE, e que se vê limitada nos seus efeitos pelas políticas orçamentais generalizadamente restritivas. Esta é uma contradição que tem de encontrar alguma forma de resolução.

7. Notas conclusivas

Chegados a este ponto, voltamos à questão inicial de saber o que terá levado a crise económica na zona euro e a recessão que se lhe seguiu a manifestarem-se com uma amplitude e a duração que só encontra paralelo na crise dos anos 30 do século passado, num contexto totalmente distinto em que seria de esperar que estivessem disponíveis todos os instrumentos e instituições com qualidade para lidar com os problemas que, entretanto, se desencadearam.

Avançamos nestas notas que uma das razões fundamentais esteve na ausência de políticas económicas efetivas e integradas, da zona euro no seu conjunto, de relançamento económico, com exceção da política monetária do BCE, alargada a partir de certa altura aos instrumentos não-convencionais para compensar, precisamente, a ausência dessas políticas.

Afirmamos, igualmente, que a própria política monetária, mesmo nesta versão alargada, acabou por revelar as suas próprias fragilidades e limitações, entrando num processo de progressiva exaustão, empurrando a economia para uma situação muito próxima da chamada *armadilha da liquidez,* em que a própria política monetária perde a sua eficácia. A consciência desta realidade levou os próprios responsáveis do BCE, em sucessivas intervenções, a pugnar pela necessidade de políticas orçamentais e outras, menos condicionadas pelos objetivos de austeridade e mais orientadas para o relançamento do investimento e, em particular, do investimento público. Uma ideia aliás partilhada, no que respeita à economia global, pelos responsáveis ao mais alto nível do FMI, como Crhistine Lagarde e Oliver Blanchard, entre outros, e em sucessivos relatórios institucionais. E, também, pela OCDE, quando enfatizava no seu *Interim Economic Outlook,* February 16, 2016, na sequência do reconhecimento do fraco crescimento económico global, que *"A strong collective policy response is urgent. Global macroeconomic policy, comprising monetary, fiscal and structural actions, must become more supportive of demand and resource allocation. Experience to date suggests that reliance on monetary policy alone has been insufficient to deliver satisfactory growth, so that greater use of fiscal and structural levers is required".*

No *ECB Forum on Central Banking*, realizado em Sintra, em 27 de junho 2017, Mario Draghi, mesmo num contexto em que se verificavam alguns sinais de recuperação das dinâmicas de crescimento da Europa e da economia global, não deixava de voltar a sublinhar os limites da política monetária:

> *"For many years after the financial crisis, economic performance was lackluster across advanced economies. Now, the global recovery is firming and broadening. A key issue facing policymakers is ensuring that this nascent growth becomes sustainable.*
> *Dynamic investment that drives stronger productivity growth is crucial*

for that – and in turn for the eventual normalization of monetary policy. Investment and productivity growth together can unleash a virtuous circle, so that strong growth becomes durable and self-sustaining and, ultimately, is no longer dependent on a sizeable monetary policy stimulus."

Atualmente, dois anos depois deste contexto mais otimista, quando a economia europeia e a economia global voltam a dar sinais de desaceleração, teimando em não reencontrar um caminho sustentado de recuperação, estas afirmações ganham ainda mais sentido. De facto, não podemos deixar de voltar a questionar as políticas seguidas na zona euro, ao longo de dos últimos dez anos e discutir em que medida se devem atribuir responsabilidades às políticas conjunturais que foram seguidas, designadamente no domínio das políticas orçamentais que privilegiaram a austeridade generalizada, independentemente das situações particulares dos diferentes países, ou a razões mais profundas que remetem para a crise de identidade do projeto de integração europeia que se manifesta na sequência das alterações estruturais verificadas na Europa, com a queda do muro de Berlim, a implosão do bloco soviético e a reunificação da Alemanha e para a arquitetura estrutural do sistema euro que impediram que a moeda única atuasse eficientemente como mecanismo de ajustamento, quer no plano interno dos países, quer no plano das relações internas da zona euro, quer ainda no plano das articulações da zona euro com a economia global.

A política monetária não convencional foi, de certo modo, o reconhecimento por parte dos responsáveis do banco central europeu que era importante repor as condições de funcionamento de uma zona monetária de moeda única. E, na prática, significou uma aproximação a uma postura do banco central enquanto "credor de último recurso", rejeitada como modelo no desenho da arquitetura inicial do euro. Neste sentido, não poderá de ser considerada uma referência para um novo desenho da União Económica e Monetária, que terá de ser feito, preferencialmente numa situação de acalmia económica e não num contexto de uma nova crise ou de uma nova recaída da economia global, que não está afastada definitivamente do horizonte

A Europa e a zona euro, em particular, têm pela frente o enorme desafio de redefinir os objetivos do projeto de integração, à luz dos novos contextos nacionais, regionais e globais.

Face à emergência de novas dinâmicas económicas que apontam para a constituição de novos modelos de funcionamento da economia global, a Europa tem de procurar o seu próprio interesse identitário e mobilizador. Um interesse que não poderá repousar simplesmente numa visão europeísta continental, hegemonizada pela nova Alemanha ou pelo eixo franco-alemão, mas que tem de incorporar as demais visões europeias, em particular a visão atlântica-global que se afirmou na sequência da expansão marítima de Portugal e de outros países

(Mendonça, 2014, 2012 e 2011). Uma visão aberta ao mundo global, que situe a Europa não apenas enquanto mais uma potência regional, mas como uma realidade âncora do desenvolvimento económico global, aberta à constituição de novas plataformas de cooperação e de integração económica global e não apenas no quadro do espaço geográfico europeu.

É neste contexto que devemos posicionar Portugal e o seu papel na construção do interesse europeu. Como um país atlântico, que consolidou a sua identidade no relacionamento com outros continentes, que tem interesse em manter e consolidar um espaço próprio de intervenção na economia global e que pode servir de plataforma para a afirmação da própria Europa no novo modelo de organização da economia global que se está a desenhar.

Bibliografia

BORDO, M. (2004), "The United States as a Monetary Union and the Euro: A Historical Perspective", *Cato Journal*, Vol. 24, Nºs 1-2, pp. 163-170.

BORDO, M. et allii (2011), "A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*", NBER Working Paper Series*, nº 17380, Cambridge.

FRANKEL, J., Rose, A., (1996), "The endogeneity of optimum currency areas criteria". *NBER Working Paper* No. 5700. August.

FRANKEL, J., Rose, A. (1998), "The endogeneity of optimum currency areas criteria". *The Economic Journal* 108 (449), 1009–1025. 421.

MENDONÇA, A. (2019) – "Portugal, Spain, the Euro and the International Financial Crisis". *Lusíada. Economia & Empresa*, nº 24 (2018), pp. 31-57.

MENDONÇA, A. (2018) - "A few notes on the economic and financial crisis in the Eurozone and the role of the European Central Bank", *Challenges and Opportunities for the Eurozone Governance,* Edited by José Manuel Caetano and Miguel Rocha de Sousa, New York: NovaScience.

MENDONÇA, A. (2017). "The unconventional monetary policy of the ECB and the international economic and financial crisis: effectiveness versus exhaustion", in The Euro and the Crisis: Future Perspectives for the Euro zone as a Monetary and Budgetary Union/Costa Cabral, N., Gonçalves, J. R. and Rodrigues, N. C. (Editors), Springer International Publishing Switzerland.

MENDONÇA, A. (2014) – "The European Crisis and Global Economy Dynamics: Continental Enlargement versus Atlantic Opening", *Panoeconomicus,* 2014, 5, Special Issue, pp.543-569.

MENDONÇA, A. (2012) – "As dimensões da crise económica e financeira atual: a economia global, a Europa e Portugal" *in Portugal, a Europa e a Crise Económica e financeira Internacional/*António Mendonça ... [et al.]. (Económicas; 21). Lisboa: Almedina, pp.81-158.

MENDONÇA, A. (2011), "Portugal face à crise da economia global", *4º Congresso Nacional dos Economistas*, Ordem dos Economistas, Lisboa, 19-21 de outubro de 2011.

MENDONÇA, A., Silvestre, J. e Passos, J. (2011). "The Shrinking Endogeneity of Optimum Currency Areas Criteria: Evidence from European Monetary Union – A Beta Regression Approach". Economics Letters 113 (2011), pp. 65 – 69.

MENDONÇA, A. (2008), "A natureza da crise económica atual", in Piriquito, H. (edit.), *Crise 2008,* Lisboa: bnomics, pp. 34-38.

RODRIK, D. (2006)." Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform". *Journal of Economic Literature* Vol. XLIV (December 2006), pp. 973–987.

WILLIAMSON, J. (1990). hapter 2 from *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Edited by John Williamson. Published April 1990. Peterson Institute for International Economic.

SILVESTRE, J., Mendonça, A., 2007. "The endogeneity of optimum currency areas criteria: some evidence for European union and Portugal". International Advances in Economic Research 13, pp. 1–18.