



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

Conferência APS – “Por onde vai a Europa”
Painel I – Que futuro para o Euro?
Saída da crise financeira e reforço da integração europeia¹
Lisboa, 24 de outubro de 2013

“The countries that share this conception should be able to go further together, without excluding the others, since they can still live in a greater community of exchange and co-operation”

Jacques Delors

Introdução

A crise financeira teve início há já cinco anos, mas os seus efeitos continuam a fazer-se sentir, quer a nível dos mercados financeiros quer da economia real. A saúde do sistema financeiro internacional tem vindo a recuperar gradualmente, mas subsistem fragilidades. O crescimento económico mundial continua fraco e persiste um alto grau de incerteza, bem como importantes vulnerabilidades e riscos de impacto potencial elevado.

Embora a crise financeira tenha tido origem do outro lado do Atlântico, **as consequências para a área do euro foram muito expressivas e ainda persistem.** Apesar de os indicadores mais recentes darem sinais encorajadores de uma retoma gradual da atividade económica, o desemprego continua historicamente elevado (12%) e reflete uma realidade muito diversificada². O peso da dívida pública é superior a 90% do PIB³, o que, num contexto de fracas perspetivas de crescimento, constitui um desafio acrescido. Os mercados financeiros, por seu lado, continuam altamente fragmentados, persistindo fortes ligações entre os bancos e os respetivos soberanos. Por isso, é preciso continuar vigilante e prosseguir, de forma consistente e ancorada numa visão de longo prazo, as ações tendentes a tornar a área do euro mais equilibrada e mais resistente a choques.

A crise trouxe importantes ensinamentos, nomeadamente ao chamar a atenção para: (i) a importância da estabilidade financeira; (ii) os efeitos negativos associados a elevados

¹ Preparado para apresentação.

² De acordo com dados do Eurostat, em agosto, os valores mais baixos registaram-se na Áustria e na Alemanha (4,9% e 5,2%, respetivamente) e os mais elevados na Grécia e na Espanha (27,9% (junho) e 26,2%,).

³ Diversos estudos, utilizando diferentes metodologias, sugerem que níveis elevados de dívida pública, normalmente cerca de 90%, têm efeito negativo sobre o crescimento económico.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

níveis de dívida pública; (iii) a dimensão e rapidez dos efeitos de contágio; (iv) as falhas e inconsistências da arquitetura institucional da UEM.

Os desafios colocados pela crise funcionaram também **como catalisador para a tomada de decisões sem precedentes, que determinarão um novo “desenho” para a Europa**, o qual passará por um reforço da integração. A União Europeia de hoje não é a mesma de há cinco anos e será certamente muito diferente daqui a outros cinco anos. Como escreveu *Jean Monnet* nas suas memórias, **“ninguém pode dizer hoje a forma que terá a Europa em que viveremos amanhã, porque a mudança que nascerá da mudança é imprevisível”**.

Se olharmos para a história da integração europeia constatamos que **as situações de crise também têm sido ocasiões de ajustamento e reforma** e de passagem para patamares mais elevados de integração. As crises constituem oportunidades para refletir sobre as regras e as instituições vigentes, **cabendo à ação política aproveitar e gerir estas oportunidades, de forma concertada**.

Por isso, **quando nos questionamos sobre “por onde vai a Europa?”, devemos começar por passar em revista “por onde veio”**. Dessa forma, poderemos compreender melhor o que está bem e o que falhou e retirar ensinamentos sobre o caminho a percorrer para construir um novo futuro, mais sustentável, para a Europa e para o euro.

A crise financeira e as vulnerabilidades institucionais da área do euro

A forma como a área do euro foi abalada quando atingida pelos ventos adversos evidenciou **a existência de importantes falhas e inconsistências na sua arquitetura institucional e modelo de governação económica**. Num contexto de acentuada incerteza e instabilidade financeira, foram manifestas as limitações deste modelo para enfrentar e gerir choques exógenos e assegurar a proteção dos Estados-Membros e da própria área do euro.

Perante o impacto da crise financeira, **a falta de alinhamento e de solidez dos alicerces do euro possibilitou o estremecer de toda a estrutura**, afetando de forma dramática a confiança e as expectativas dos agentes económicos. Em determinada altura, com a intensificação e alastramento da crise da dívida soberana, a área do euro viria a tornar-se o



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

centro das atenções mundiais e a sustentabilidade do próprio processo de integração começou a ser questionada pelos mercados.

A crise expôs, muito nitidamente, a fragilidade do pilar económico, ou seja, do “E” da União Económica e Monetária, obrigando a equacionar - com carácter de urgência - a forma de o tornar mais robusto e mais equilibrado com o “M”, o pilar monetário. Efetivamente, a moeda única foi criada sobre uma estrutura desequilibrada, assente num pilar monetário sólido e num pilar económico débil e subdesenvolvido. O pilar monetário foi bem-sucedido no desempenho do seu papel: o euro conquistou o seu lugar como moeda internacional e a estabilidade de preços foi assegurada. Em contrapartida, as insuficiências do pilar económico possibilitaram políticas económicas desadequadas em alguns Estados-Membros, situações insustentáveis das finanças públicas, a acumulação de importantes desequilíbrios macroeconómicos e grandes divergências de competitividade.

A posteriori, pode afirmar-se que não só o quadro institucional da área do euro não foi suficientemente robusto, como a sua implementação foi bastante fraca nos primeiros anos da UEM. Ou seja, a Europa não conseguiu criar, de forma eficaz, mecanismos e instituições que garantissem a aplicação e o cumprimento do quadro conceptual subjacente. Por conseguinte, o futuro do euro passa por resolver as inconsistências e lacunas iniciais do modelo institucional europeu, abrindo caminho para um nível mais elevado de integração e de confiança mútua.

As dimensões nacional e europeia da construção de um novo futuro para o euro

Mas os Estados-Membros não podem ficar à espera que os problemas sejam resolvidos apenas nas instâncias europeias, em Bruxelas, em Frankfurt ou em Estrasburgo. Pelo contrário, a saída da crise financeira e a definição do caminho “por onde” a Europa irá exigir uma ação consistente e coordenada a nível nacional e a nível europeu. As dimensões nacional e europeia não podem ser dissociadas, elas são complementares e determinam-se mutuamente.

É, por isso, essencial que os cidadãos compreendam que as novas regras e mecanismos que estão a ser desenvolvidos não são uma imposição externa e que são vitais para a



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

sobrevivência do grupo e de cada um dos seus membros. Nenhum Estado-Membro, independentemente da sua dimensão ou importância económica, nenhuma instituição europeia e nenhum cidadão europeu estão dispensados desta responsabilidade coletiva.

A nível nacional, são precisas **políticas sólidas e sustentáveis e reformas estruturais**. Os países que, como Portugal, acumularam fortes desequilíbrios macroeconómicos no passado têm de **prosseguir os esforços para “porem as suas casas em ordem”**, de modo a recuperarem a credibilidade e a confiança dos mercados. Isto significa que têm de colocar os elevados níveis de dívida pública numa trajetória descendente (no quadro de estratégias orçamentais credíveis) e avançar com as reformas estruturais, necessárias para aumentar o crescimento potencial a médio prazo e promover a competitividade.

Mas é também importante assegurar **a complementaridade das políticas nacionais**, para que as políticas de um país, incluindo a orçamental, tenham em conta a respetiva margem de manobra disponível, tornando mais estável o processo no seu todo. Na área do euro, esta disciplina equivale a reconhecer e assumir que **a condução das políticas económicas nacionais é uma questão de interesse comum**. Não existindo um centro de poder único, a eficácia da política está dependente da eficácia da coordenação das políticas nacionais e da justeza das medidas.

A nível da UE, o caminho para sair da crise financeira passa pela construção de uma UEM mais forte e resistente, quer face a choques externos (comuns ou específicos) quer a riscos de inconsistência entre as políticas dos Estados-Membros. Para isso, é indispensável continuar a **fortalecer o quadro institucional e o modelo de governação** da área do euro.

Reforçar a integração é reforçar regras e instituições

A Europa precisa **de regras e de instituições sólidas e eficazes** que preservem os valores fundamentais da construção europeia e consigam gerir a forte interdependência dos seus membros, num quadro de decisões coletivas. Voltando a citar *Jean Monnet*, **“nada é possível sem pessoas, mas nada é duradouro sem instituições”**.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

A UEM é uma construção complexa, uma união de Estados soberanos que integram um mercado único e partilham uma moeda única. **Estados simultaneamente independentes e interdependentes, unidos e diversificados, cujas ações estão ligadas e enquadradas através de regras e instituições comuns, mas que retêm soberania.** Para que esta construção complexa seja sustentável e equilibrada, é necessário um modelo de governação que garanta que os Estados-Membros e as instituições europeias desempenham de forma adequada os seus papéis. Isso significa a condução de políticas económicas responsáveis por parte dos Estados-Membros e um acompanhamento e supervisão rigoroso por parte da União.

Por conseguinte, aprofundar a integração europeia significa também uma maior integração através das regras e das instituições. A área do euro tem de se dotar de **regras e instituições eficazes que enquadrem e controlem a interdependência entre a estabilidade do todo e a estabilidade de cada um dos seus membros**, impedindo o surgimento de desequilíbrios excessivos e limitando os efeitos de contágio. Instituições que assegurem o controlo do grupo sobre cada uma das partes (minimizando o risco moral), mas também o escrutínio de cada uma das partes quanto ao estabelecimento e implementação dos objetivos comuns.

Importa sublinhar que **ter regras é uma condição necessária mas não suficiente.** As regras e as instituições **são as fundações de qualquer sociedade**, mas é preciso que sejam **efetivamente aplicadas e respeitadas.** Porém, na sociedade, o sistema judiciário e as autoridades policiais podem compelir os cidadãos a obedecer a essas regras. Na governação da área do euro, isso não se passa, **os mecanismos de monitorização da aplicação das regras são essencialmente políticos** e têm-se revelado insuficientes para garantir que os governos nacionais desenvolvem políticas apropriadas e consistentes.

A Europa precisa de um quadro institucional forte e também dos meios e da vontade para garantir o respetivo cumprimento. Isso passa por criar **um quadro coerente e credível de regras, incentivos e penalizações (“stick and carrot”)** que enquadre e modele os **comportamentos nacionais e institucionais**, orientando-os na direção do interesse comum. Instituições mais fortes, regras mais claras e justas (igual tratamento para todos os



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

Estados-Membros) e um apropriado sistema de incentivos/ penalizações contribuirão para melhorar a indispensável coordenação das políticas económicas.

Muitos progressos foram já alcançados no sentido do reforço das regras (por exemplo, "six-pack"; "two-pack"; "fiscal compact") **e das instituições** (por exemplo, nova arquitetura de supervisão financeira; reforço do papel do Eurogrupo). Porém, existe ainda muito a fazer para edificar uma nova arquitetura institucional europeia.

A nova arquitetura institucional

De facto, foram já dados passos da maior importância, na sequência da Cimeira Europeia de junho de 2012, do chamado "Relatório dos Quatro dos Presidentes"⁴ e do "Blueprint"⁵ da Comissão Europeia. Podemos, aliás, dizer que **a Cimeira de junho constitui um marco histórico do processo de integração**, já que, ao mais alto nível, transmitiu o acordo dos líderes europeus à prossecução de uma vasta reforma institucional e de governação que irá moldar a realidade política e económica da Europa para as próximas gerações.

A alteração da fisionomia da Europa está a processar-se a partir de quatro "estaleiros": (i) união bancária; (ii) união orçamental; (iii) união económica; (iv) reforço da legitimidade democrática e da responsabilização. Permitam-me que aborde, de forma breve, estas quatro vertentes:

- ***União bancária***

O "estaleiro" da união bancária é um dos mais urgentes e centrais deste esforço coletivo de reforma, constituindo um elemento-chave para quebrar, de forma efetiva e sustentada, a ligação bidirecional negativa entre os bancos e os respetivos soberanos e restabelecer o normal funcionamento dos mercados.

Efetivamente, **a fragmentação dos mercados financeiros ao longo das fronteiras nacionais tem sido uma faceta dominante da crise na área do euro**. Esta fragmentação prejudica a transmissão da política monetária à economia real e leva a **diferenças insustentáveis entre Estados-Membros** no que se refere às condições de crédito às

⁴ "Towards a Genuine Economic and Monetary Union", dezembro de 2012.

⁵ "Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union", Comissão Europeia, novembro de 2012.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

famílias e às empresas (em particular às PME) com a mesma qualidade e solvabilidade, **criando condições de concorrência desiguais**. Para que a questão colocada neste painel (“que futuro para o euro?”) tenha uma resposta positiva é crucial restaurar a confiança no sector bancário europeu e eliminar essa fragmentação. **A solução passa pela criação de uma união bancária que complemente a união monetária.**

Um importante desenvolvimento nesta área foi a aprovação pelo Conselho ECOFIN do passado dia 15 de outubro do **Mecanismo Único de Supervisão (MUS)**, no âmbito do qual o BCE passa a ser responsável pela supervisão das instituições de crédito da área do euro. **Trata-se de um pilar fundamental e imprescindível da união bancária.**

Contudo, **para estar completa, a união bancária tem de incluir dois outros pilares:** (i) um **Mecanismo Único de Resolução**; (ii) um **Sistema Único de Garantia de Depósitos**, alinhando, assim, as responsabilidades de supervisão com as responsabilidades de uma rede de segurança. **Um mecanismo único de supervisão que não seja acompanhado de mecanismos europeus de garantia de depósitos e de resolução representa uma união bancária ainda em construção.** Só uma união bancária assente em todos estes pilares criará as condições para que os agentes económicos tomem as suas decisões, não com base em expectativas quanto ao risco soberano do país em que os bancos estão sediados, mas sim atendendo ao perfil de risco do próprio banco, independentemente da localização.

Importa, pois, prosseguir os trabalhos relativos aos pilares ainda ausentes, tendo por base as propostas apresentadas pela Comissão Europeia. Por outro lado, importa não perder de vista todo o percurso que conduzirá à união bancária plena. **As lições da crise financeira aconselham prudência e bom senso redobrados na gestão do processo de transição.**

- **União orçamental**

A existência de políticas orçamentais desadequadas em alguns Estados-Membros no período que antecedeu a crise mostrou a necessidade de desenvolver, a nível europeu, **um quadro integrado de regras e procedimentos que promova políticas orçamentais mais sólidas e sustentáveis e mais coerentes**. De facto, na ausência de regras e instituições que garantam a continuidade do processo de convergência, tende a emergir um



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

passado de diferentes preferências reveladas entre os países da área do euro, pondo em perigo a estabilidade do todo.

Algumas das peças mais importantes do “puzzle” orçamental já existem (“*six-pack*”, “*two-pack*”, “*fiscal compact*”). **Eu destacaria aqui o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança da UEM (habitualmente referido como “*Fiscal Compact*”⁶), pela sua relevância estruturante e reflexos nas esferas nacionais.** De facto, no contexto da sua transposição, os Estados-Membros têm vindo a adaptar as suas legislações nacionais e quadros orçamentais⁷, registando-se, também, progressos importantes a nível do estabelecimento de instituições independentes de monitorização na generalidade dos países. **Este é um exemplo em que a credibilidade das estratégias, regras e procedimentos orçamentais delineados na esfera nacional pode beneficiar do novo enquadramento europeu.**

Todavia, apesar dos notáveis progressos já realizados, ainda são necessários passos adicionais, de modo assegurar que todas as peças do puzzle orçamental encaixam num quadro completo e consistente e que não falta nem sobra nenhuma. Em especial, é necessário garantir que o vasto conjunto de regras já aprovado é complementado com instituições e mecanismos que conduzam à sua efetiva aplicação e cumprimento. Eu diria que a Europa necessita de **uma mudança qualitativa no sentido de uma união orçamental.**

- **União económica**

A construção de uma verdadeira união económica que solidifique o “E” da UEM **exige o estabelecimento de um quadro integrado de política económica capaz de acompanhar, avaliar e coordenar medidas e reformas económicas essenciais.** Deve ser dado particular relevo a áreas com impacto potencialmente maior na competitividade, no crescimento económico e no emprego, promovendo, em simultâneo, a coesão social. Se implementadas de forma adequada, as reformas estruturais podem contribuir para aumentar o crescimento económico e reduzir as desigualdades, gerando assim um “duplo

⁶ Em vigor desde 1 de janeiro de 2013.

⁷ Com maior ou menor rapidez e seguindo vias diversificadas, nomeadamente em termos de detalhe das regras e de hierarquia dos instrumentos na respetiva ordem jurídica.



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

dividendo”. O “Pacto Euro Mais” e o “Semestre Europeu” constituem marcos importantes no sentido de uma maior integração económica.

- **Reforço da legitimidade democrática e da responsabilização**

À medida que a área do euro caminha para uma maior integração, ganha importância acrescida o “estaleiro político”, que exige o reforço da legitimidade democrática e da responsabilização da tomada conjunta de decisão. **Se a dimensão política for ignorada, a Europa não será capaz de evoluir no sentido de maior integração orçamental e económica, por falta de legitimidade e responsabilização.**

A dimensão política terá de **reconciliar duas preocupações: a necessidade de uma resposta com legitimidade face ao “todo” e a necessidade de garantir que todas as partes estão representadas, dispõem de informação e participam no processo decisório.** Neste contexto, o Parlamento Europeu e a Comissão Europeia deverão, no futuro, tornar-se mais representativos e responsáveis perante/pela área do euro no seu conjunto. Todavia, há que perceber que **o “estaleiro” político, apesar de indissociável dos outros três estaleiros, tem um tempo próprio, diferente e mais moroso, como qualquer processo de partilha de soberania, e não deve condicionar os restantes.**

Solidariedade para salvaguardar a coesão do grupo

Antes de concluir, permitam-me que refira uma vertente que considero fundamental para o sucesso futuro do euro: a **solidariedade**. Devemos estar cientes de que, mesmo com regras e instituições adequadas, uma união económica e monetária não é imune a choques exógenos e a problemas específicos em qualquer dos seus membros. Importa sublinhar que, para além de potenciais choques assimétricos, **mesmo choques simétricos podem ter efeitos assimétricos**, penalizando mais alguns países do que outros. Por isso, as medidas destinadas a reforçar o pilar económico devem também contemplar **mecanismos de solidariedade** que permitam apoiar Estados-Membros que enfrentam dificuldades financeiras graves ou fortes pressões de mercado, **salvaguardando a estabilidade da área do euro no seu conjunto e preservando a coesão do grupo.**



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Estes mecanismos devem ser robustos, dotados dos meios financeiros adequados e concebidos para permitir uma resposta rápida e eficaz e, ao mesmo tempo, promover a responsabilização e evitar o risco moral. **Quanto mais robustas e credíveis forem estas “barreiras de proteção”, menor a probabilidade de que venham efetivamente a ser utilizadas.**

Respondendo a esta preocupação, foram estabelecidos, em maio de 2010, os primeiros mecanismos temporários europeus: o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF). Em sua substituição, foi criado, em 2012, o **Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE)**, já com carácter permanente. Este mecanismo é um **complemento indispensável** das reformas acima referidas, constituindo um importante marco na transformação profunda em curso na área do euro.

Como afirmou *Robert Schumann* em 1950: ***“A Europa não se fará de uma só vez, nem de acordo com um plano único. Far-se-á através de realizações concretas que criarão, antes de mais, uma solidariedade de facto”.***

Observações finais

Permitam-me que conclua, **respondendo com palavras de confiança à questão colocada neste painel** (“Que futuro para o euro?”). Estou convicto de que a área do euro não só vai superar a crise como vai emergir mais forte e mais coesa do que antes. **Embora sem a atual magnitude, a Europa já viveu crises difíceis no passado, as quais acabaram por ser ultrapassadas e por conduzir ao reforço da integração europeia.** Creio que desta vez não será diferente.

O projeto europeu é ainda um trabalho em curso e, como vimos, tinha falhas nos seus alicerces. Não podemos perder esta oportunidade única para reforçar esses alicerces, através de reformas profundas e vitais para aumentar a estabilidade e resistência da área do euro, completar o mercado único e reforçar o papel internacional da União Europeia. **Políticas económicas coerentes, instituições sólidas, eficazes e responsabilizáveis e maior solidariedade são cruciais para a Europa superar a crise e restaurar o crescimento sustentável e o emprego.**



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Devemos assegurar que a União Europeia é um “jogo de soma positiva”, do qual todos beneficiam e onde a distribuição de ganhos entre países é equilibrada. Como parte integrante desse todo que é a União Europeia, o euro prevalecerá como a moeda comum de um grupo de países que partilham uma política monetária única; que estabelecerão uma união bancária; e que funcionarão num quadro de regras coerente e vinculativo e de instituições que garantirão o seu cumprimento. **O futuro da área do euro passará por uma maior partilha de soberania, com legitimidade, responsabilização e solidariedade acrescidas, onde as instituições europeias serão cada vez mais responsáveis pelo “todo” e não apenas pela soma das partes.**

O sucesso da União Europeia é importante não só para os europeus mas também para os equilíbrios geopolíticos mundiais.

Muito obrigado.