

Desafios para uma nova governação na Zona Euro

José Caetano, PhD

Professor Associado com Agregação Dep. de Economia - Universidade de Évora

Membro Associado do CEFAGE-UE, Centro FCT

Email: jcaetano@uevora.pt

Paulo Ferreira

Membro Integrado do CEFAGE-UE, Centro FCT

Escola Superior Agrária de Elvas – Instituto Politécnico de Portalegre

Instituto Superior de Línguas e Administração – Leiria

Email: pjsf@uevora.pt

Resumo

O avolumar de impactos negativos da crise económico-financeira nos países mais frágeis da Zona Euro tem despoletado aceso debate sobre a viabilidade da arquitetura da União Monetária Europeia (UME), cuja imperfeição pode pôr em causa os objetivos últimos do processo de integração europeia. Com efeito, esta crise tem mostrado de forma eloquente que a UME teve lacunas graves no seu desenho e no quadro operacional que a suporta, o que não evitou efeitos penalizadores para alguns Estados-membros e alimentou a exigência de alterações estruturais no paradigma de governação da moeda única. Assim, foram surgindo diferentes iniciativas das instituições comunitárias, ancoradas em posições de autores bastante críticos sobre o processo de integração monetária europeia, e que paulatinamente têm vindo a transformar o modelo de governação da Zona Euro. Neste contexto, este artigo prossegue dois objetivos: por um lado, identificar e discutir a racionalidade e os fundamentos das principais mudanças que têm ocorrido na Zona Euro nos últimos anos; por outro, refletir sobre os dilemas que em variadas ocasiões têm oposto a necessidade de maior legitimidade das decisões de cariz intergovernamental e a eficiência requerida pelo complexo processo de construção europeia. Finalmente, abordaremos as condições políticas e técnicas para uma governação eficaz que permita melhorar a resiliência da Zona Euro no seu todo e aumentar a sua eficácia.

Palavras-Chave: Zona Euro, Uniões Monetárias, Governação Económica, crises financeiras

Abstract

The surge of negative impacts of the economic and financial crisis in the more fragile countries of the Eurozone has triggered a heated debate about the viability of the European Monetary Union (EMU) architecture, whose imperfection may jeopardize the ultimate goals of the European integration process. In fact, this crisis has eloquently demonstrated that the EMU had serious shortcomings in its design and in its operational framework, which did not avoid penalizing effects for some of its Member States and fed the demand for structural changes to the single currency paradigm. As such, a number of initiatives from the communitarian institutions have emerged, based on the views of highly-critical authors of the European monetary integration process, and those initiatives have been changing the Eurozone governance model progressively. In this context, the article aims for two goals: on the one hand, to identify and discuss the rationality and fundamentals of the main changes that have occurred in the Eurozone in recent years; on the other hand, to reflect on the dilemmas that, on a number of occasions, have opposed the need for a bigger legitimacy in the intergovernmental decisions and the efficiency required by the complex European construction process. Finally, we will address the political and technical conditions for an efficient governance that can improve the Eurozone's resiliency as a whole and increase its effectiveness.

Keywords: Eurozone; Monetary Unions; Economic Governance; financial crisis

1. Introdução

Criada em 1957 sobre as cinzas da Segunda Guerra Mundial pela França, Alemanha, Itália, e os países do Benelux (Bélgica, Luxemburgo e Holanda), a Comunidade Económica Europeia (CEE) teve como principal objetivo manter a Paz e a segurança entre os países membros, apelando a uma maior cooperação política, a um reforço da interdependência económica e, naturalmente, a uma superior solidariedade entre os países europeus na sequência daquele conflito.

A criação de uma Zona de Comércio Livre inicialmente e, depois, em 1968, de uma União Aduaneira, enquanto formas de integração comercial que promovem a abolição das fronteiras à circulação de produtos e a fixação de uma pauta aduaneira comum face a países terceiros, foi entendida como a primeira fase da projeção de um vasto mercado à escala europeia. Os seus precursores acreditavam que deste processo viriam a decorrer diversas vantagens, entre as quais a maior especialização produtiva dos países, uma concorrência empresarial acrescida, um potencial aproveitamento de economias de escala e um superior nível de crescimento económico e de bem-estar da população.

O rápido sucesso económico da CEE nos seus primeiros anos de vida contribuiu para atrair o interesse de outros países que ao longo do tempo foram concretizando a sua adesão a esta Comunidade com as sucessivas ampliações que registou ao longo do tempo.

Assim, depois do primeiro alargamento ao Reino Unido, Irlanda e Dinamarca em 1973, a CEE passou a integrar 9 países e, sucessivamente, evoluiu para 10 e 12 membros em 1980 e 1986, com as adesões da Grécia e de Portugal e Espanha.

Nesse espaço de tempo, além dos períodos de pujante crescimento económico, a Comunidade viveu também momentos de instabilidade. Em 1970 antecipou-se a possível criação da moeda única, através do denominado Relatório Werner que previa a criação de uma União Económica e Monetária (UEM) durante a década de 70. Todavia, a deterioração da conjuntura económica externa, após a queda do sistema monetário internacional acordado em Bretton Woods em 1944 e a ocorrência das crises petrolíferas da década de 70, levaram a que os planos para a moeda única fossem então suspensos.

Após os focos de instabilidade da década de 1970, ocorre um reforço da componente institucional da CEE. Assim, no ano da entrada de Portugal à CEE (1986), acontece a primeira revisão dos Tratados originais através do designado “Ato Único Europeu”, que tem como principais inovações o reconhecimento institucional do Conselho Europeu, o aumento dos poderes concedidos ao Parlamento Europeu, assim como um reforço dos mecanismos de apoio à coesão económica e social.

Paralelamente, foi formalmente lançado o objetivo de construir até 1993 o “Mercado Único Europeu” (MUE), alicerçando uma estratégia de unificação dos mercados de bens, serviços e fatores, através da gradual eliminação das barreiras físicas, técnicas e fiscais, num intenso trabalho de harmonização legislativa. Acreditava-se que o combate à fragmentação dos mercados, espartilhados pelo predomínio das legislações nacionais, promoveria o desagravamento dos custos de transação e potenciaria as economias de escala e a inerente redução dos custos de produção, motivando uma melhor afetação dos recursos à escala comunitária e fortalecendo ainda mais a competitividade das empresas europeias no mercado global.

Neste contexto, foi em pleno processo de preparação para o mais vasto movimento de liberalização dos mercados que ressurgiu a oportunidade de relançar o projeto de criação de uma moeda única nos países da então CEE. Em 1992 é assinado o Tratado de Maastricht que cria formalmente a União Europeia (UE). Nesse Tratado ficaram estabelecidas as regras para a adesão dos Estados-Membros à UEM, as quais ficaram sobejamente conhecidas pela controvérsia que geraram, já que definiam a convergência das taxas de inflação, das taxas de juro e limitavam os níveis de défice orçamental e de dívida pública, assim como procuravam promover a estabilidade das taxas de câmbio. Estavam então definidas no plano formal as condições para a criação do Euro em janeiro de 1999.

A UE integrava 15 países quando o Euro nasceu formalmente em 1 de janeiro de 1999, pois em 1995 tinham aderido a Áustria, a Finlândia e a Suécia, sendo que apenas 11 destes países adotaram na altura esta moeda¹, aos quais se juntou a Grécia em 2001, tendo em

¹ Mais concretamente aderiram à moeda única, na sua origem, a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal e, em 2001, a Grécia.

2002 sido introduzidas as notas e moedas em circulação. Desde essa altura aderiram à Zona Euro mais 7 países².

Os primeiros anos de vida do Euro decorreram sem sobressaltos de maior, embora alguns sinais de tensão e divergência entre os Estados-membros tenham começado a ser sentidos. Após 2007, com o avolumar de impactos negativos da crise económico-financeira nos países mais frágeis da Zona Euro começou a haver intenso debate sobre a viabilidade da arquitetura da UME), cuja imperfeição em termos de arquitetura já tinha sido questionada quando o Tratado de Maastricht foi estabelecido.

O desenrolar da crise tem patenteado de forma expressiva que a UME teve lacunas no seu figurino e no quadro operacional que o suporta, o que não impediu a existência de efeitos penalizadores para alguns Estados-membros e alimentou a exigência de alterações estruturais no paradigma de governação da moeda única. Assim, foram surgindo diferentes iniciativas das instituições comunitárias, ancoradas algumas em posições de autores bastante críticos sobre o processo de integração monetária europeia, e que gradualmente têm vindo a transformar o modelo de governação da Zona Euro. Neste contexto, o presente artigo prossegue dois objetivos: por um lado, identificar e discutir a racionalidade e os fundamentos das principais mudanças que têm ocorrido na Zona Euro nos últimos anos; por outro, refletir sobre os dilemas que em variadas ocasiões têm oposto a necessidade de maior legitimidade das decisões de cariz intergovernamental e a eficiência requerida pelo complexo processo de construção europeia. Finalmente, abordaremos as condições políticas e técnicas para sustentar uma governação eficaz que permita melhorar a resiliência da Zona Euro no seu todo e aumentar a sua eficácia

A fim de prosseguir os objetivos indicados, o artigo está organizado em mais quatro secções: na primeira, tratamos dos aspetos relativos ao início da crise das dívidas soberanas na Zona Euro e à sua propagação; na segunda, apresentamos o conjunto de limitações da governação da Zona Euro face ao contexto de crise, enfatizando os vertentes monetária e orçamental; na terceira secção, apresentamos as respostas que a governação da Zona Euro foi instituindo ao longo do período da crise; finalmente, concluímos com uma reflexão geral sobre os desafios para consolidar uma eficaz governação económica na Zona Euro.

2. A crise na Zona Euro: dos seus primórdios à sua propagação

A adoção de uma moeda única apresenta um conjunto de vantagens e desvantagens, já amplamente estudados por vários autores (por exemplo, Ferreira e Caetano, 2013). As principais vantagens que comumente são identificadas relacionam-se com a redução de custos transacionais suportados pelos agentes económicos, com a maior eficiência nos

² A Eslovénia, Chipre, Malta, Eslováquia, Estónia, Letónia e Lituânia, completando o atual lote de 19 países, num total de 28 membros da União Europeia (em virtude de novos alargamentos ocorridos em 2004, 2007 e 2013).

investimentos realizados e, em consequência, com a promoção das condições que despoletam as fontes do crescimento económico.

Por outro lado, uma vez que se perdem instrumentos de política económica dos Estados, mormente a autonomia monetária e cambial, limita-se a sua capacidade de intervenção em caso de ocorrerem eventuais choques económicos assimétricos, ou seja, específicos para alguns países. Além disso, no caso particular da UE, o instrumento de política orçamental/fiscal também estava limitado pelas imposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento (Caetano e Sousa, 2012), visto que o mesmo restringe os montantes de défice admissíveis nos países da Zona Euro.

Deste modo, o risco de contágio entre países, no caso da ocorrência de crises económico-financeiras, deverá ser tido em consideração no âmbito de um processo de unificação monetária com as características da Zona Euro. Torna-se, assim, essencial assinalar que o avanço para um processo de integração monetária sem a correspondente integração financeira entre os membros, poderá agravar as disparidades existentes entre esses países, na ausência de mecanismos que possam ser utilizados para ajustar as economias quando se registam os citados choques de natureza assimétrica.

O interessante, ou talvez não, é que foram realizados vários estudos que apontavam para o facto de na Zona Euro existirem países que não estavam financeiramente integrados com os seus parceiros, aquando da sua adesão à moeda única. Trabalhos como os de Ferreira (2006, 2011) ou Ferreira et al. (2010, 2016) indicam a persistência de lacunas ao nível da integração financeira em vários países. Sem surpresa, entre tais países estavam Portugal, Espanha, Irlanda, Itália e Grécia, os quais vieram a registar maiores dificuldades na adaptação das respetivas estruturas económicas e orçamentais durante a recente crise das dívidas soberanas.

Este pode ser um dos aspetos que ajude a compreender as dificuldades por que passaram estes países, quando ficaram privados do uso de instrumentos de política económica no contexto da UEM. A verdade é que a decisão de avançar para uma UEM, assim como a decisão sobre os países que incluíram o grupo inicial de Estados na Zona Euro, tiveram também razões de carácter político e não apenas preocupações ao nível do bem-estar económico dos Estados-membros, como sustenta Collignon (2013).

Questão também relevante é o facto de os distintos países que passaram a usar o Euro não apresentavam condições económicas similares. Na realidade, um dos efeitos da criação da moeda única foi a rápida harmonização das taxas de juro nominais entre os diferentes países, embora o mesmo não tenha sucedido com as taxas de inflação. Dado que para os agentes económicos, o relevante é o nível da taxa de juro real (dada, aproximadamente, pela diferença entre a taxa de juro nominal e a taxa de inflação), os países com taxas de inflação mais elevada possuíam condições atrativas para o investimento e/ou consumo, recorrendo ao crédito. Como as taxas de juro se tornaram tendencialmente mais baixas nos países periféricos, isto conduziu ao aumento da concessão de crédito, sendo

que os fluxos financeiros provinham dos países onde as taxas de juro reais eram mais altas: no caso da Zona Euro, os países da Europa Central e do Norte (Sapir e Wolff, 2015).

O problema não esteve tanto nas diferenças existentes nos padrões de equilíbrio financeiro entre estes dois grupos de países, mas no facto de que com o surgimento e alastramento da crise do *subprime* nos Estados Unidos os fluxos de capital deixaram de fluir dos países centrais para os da periferia, tornando visíveis os níveis de endividamento e os desequilíbrios financeiros acumulados ao longo dos anos pelos agentes económicos (Baldwin e Gros, 2015).

Autores como Sapir e Wolff (2015) ou De Galhau (2016) reconhecem, por isso, que o problema da Zona Euro teve no seu âmago uma natureza mais estrutural do que conjuntural. Na realidade, durante algum tempo as instituições comunitárias procederam à monitorização das dívidas dos países, embora sem se inquietarem efetivamente com os incentivos à sua sustentabilidade, quer ao nível privado, quer ao nível público (Collignon, 2013). A verdade é que surgiram, quiçá de forma algo inesperada, episódios complicados com a dívida em ambos os casos, sendo Portugal, Grécia e Itália exemplos de situações em que a dívida pública se tornou um problema, enquanto Espanha e Irlanda apresentaram dificuldades ao nível da dívida privada.

Em virtude de constituírem problemas de natureza diferente, a atuação em tais situações foi também distinta. No caso da dívida pública, são bem conhecidas as receitas de austeridade que limitaram a procura interna, agravando as já expectáveis recessões, enquanto no caso da dívida privada a atuação centrou-se particularmente na reposição da solidez do sistema bancário, tendo os problemas mais gravosos sido resolvidos de forma mais célere. Ainda assim, as medidas direcionadas aos setores bancários destes países implicaram uma menor disponibilidade de crédito para o resto da economia e um acréscimo do seu custo, contribuindo assim para a redução do crescimento económico, como reconhecem Sapir e Wolff (2015).

Registou-se também um efeito de retroação da dívida soberana dos países mais fragilizados sobre os seus próprios sistemas bancários nacionais, tornando-os ainda mais debilitados, devido à propagação de sucessivas ondas de contágio (Angeloni et al. 2012). Ficou, deste modo, estabelecido um círculo vicioso entre dívidas públicas e dívidas dos bancos, proporcionando condições favoráveis a um contágio permanente, num contexto de mercados financeiros amplamente liberalizados.

O mecanismo de autoalimentação da crise assentou na concessão de garantias pelos governos aos bancos nacionais em situação de pré-insolvência. Com efeito, os bancos emitiram títulos de dívida que os Estados avalizaram e, perante situações de dificuldades bancárias, os Estados ao concederem tais garantias, agravaram as situações do devedor e do avalista. Este mecanismo de transmissão de passivos dos bancos para a dívida soberana dos Estados incitou a redução da sustentabilidade das dívidas em alguns países da Zona Euro como reconhecem Angeloni et al. (2012).

Uma outra dificuldade reconhecida na Zona Euro decorreu dos modelos distintos de funcionamento dos mercados de trabalho. De acordo com Sapir e Wolff (2015) e Böge e Berès (2016), o aparecimento da moeda única não promoveu a convergência dos procedimentos negociais das condições salariais, nem a harmonização dos preços e dos salários nos países aderentes. Assim, continuou a verificar-se no seio desta Zona uma significativa disparidade salarial, ao mesmo tempo que a retoma no emprego tardou em dar sinais consistentes de recuperação nos países mais afetados (Baldwin e Gros, 2015).

Um aspeto problemático identificado na Zona Euro e que pode ter potenciado os efeitos da crise e complexificado a sua resolução é a existência de alguma descoordenação no domínio fiscal. O Tratado de Maastricht definiu orientações expressas para a coordenação das políticas fiscais baseadas, quase unicamente, em procedimentos de cooperação e coordenação. Ora, estas disposições genéricas constituíram simples manifestos de intenções ao declarar que “os Estados-membros consideram as suas políticas económicas uma questão de interesse comum e coordená-las-ão no Conselho” (ver Art. 103º nº 1). Além disso, remetiam para o Conselho da União Europeia os processos de acompanhamento, avaliação e emissão de recomendações quando os esforços dos países estivessem aquém do necessário.

Só que as decisões de despesa pública continuaram a depender dos governos nacionais, mas tiveram consequências económicas e geraram efeitos *spillover* em outros países da UE (Sisler, 2016), embora numa interdependência algo assimétrica. Este constitui um dos motivos pelos quais a Alemanha pretendeu introduzir limites orçamentais nos Tratados Europeus (Kirkegaard, 2012). A razão de tal não ter avançado ainda, é que a alteração dos Tratados obrigava à unanimidade, sendo que tal não seria fácil de alcançar, até por motivos de política interna e de gestão dos calendários eleitorais em cada país. Por essa razão, o que tem vindo a ser afirmado é um conjunto de regras para garantir um funcionamento mais eficaz do processo de coordenação, embora com alcance algo reduzido pois nem sempre tem havido capacidade de monitorizar adequadamente a sua aplicação.

3. Limitações da governação monetária e orçamental da Zona Euro face à crise

Em virtude da elevada interdependência entre dívida soberana e dívida do setor bancário, que se influenciam mutuamente, a solução da crise deveria assentar na recuperação da competitividade e no reajuste do excessivo endividamento em alguns países e, por outro lado, na alteração do quadro orçamental europeu, tornando as iniciativas mais fiáveis e eficazes. A assinalada possibilidade de os Estados manterem a sua soberania orçamental sem que houvesse uma coordenação efetiva das políticas fiscais/orçamentais, motivou falhas sistémicas entre a política monetária única e as políticas orçamentais dos países da Zona Euro, traduzidas no aumento do risco e dos custos da sua dívida. Como vimos, o Euro facilitou a difusão destes efeitos, sendo as debilidades estruturais da UME postas em evidência pelos incidentes relativos à débil situação da dívida soberana nos

países periféricos da UE e aos subsequentes impactos que tiveram sobre a situação do setor bancário nesses países.

Em situações normais e quando os países dispõem de soberania no plano monetário, a autoridade monetária (Banco Central) atua como prestamista e financiador de último recurso, ao qual o setor bancário recorre sempre que tem que suprir dificuldades de liquidez. Ora, tal situação era impossível de ocorrer na Zona Euro, devido à centralização da política monetária no Banco Central Europeu (BCE) e à impossibilidade deste, das restantes instituições comunitárias e de outros Estados-membros apoiarem financeiramente países com dificuldades de tesouraria (cláusula *no-bailout*), a que acrescia o impedimento legal do financiamento monetário dos défices orçamentais e das Dívidas Públicas.

É pois importante compreender que a falha estrutural do sistema residiu no facto de os governos dos países da Zona Euro emitirem dívida numa moeda que não podiam controlar, como oportunamente De Grawe (2015) nos recorda. Em resultado, e ao invés do que ocorre em países como o Reino Unido ou os Estados Unidos, os países periféricos da Zona Euro não conseguiam dar garantias sólidas aos detentores das suas obrigações de Dívida Pública de que conseguiam reembolsá-las na sua maturidade.

A falta desta garantia aos credores tornou os países vulneráveis perante movimentos de desconfiança, como aqueles que regularmente abalam os mercados financeiros e os tornam tão voláteis. Esta situação desencadeou crises de liquidez, forçando os países a recorrer a empréstimos externos e a submeter-se aos inerentes programas de ajustamento exigidos pelos credores e à aplicação das subsequentes políticas de austeridade que alimentam as recessões económicas e os inerentes danos no plano social.

A política monetária não tem sido suficiente para fazer face aos choques assimétricos (Böge e Berès, 2016 ou De Galhau, 2016), como de resto era expectável desde os tempos de acesa polémica que antecedeu a criação da moeda única (Bayoumi e Eichengreen, 1997). Na realidade, nos últimos tempos o BCE tem tentado tomar medidas, algumas de carácter não convencional, para ultrapassar e minorar algumas das consequências da crise. Porém, se houve uma maior disponibilidade de liquidez e que esta conseguiu estabilizar o sistema financeiro, não é menos verdade que, num cenário de taxas de juro muito baixas, a política monetária se está a tornar pouco eficaz, situação que é conhecida em economia como a armadilha da liquidez.

Num contexto destes, a alternativa poderia passar pelo recurso a políticas de cariz fiscal, as quais terão efeitos ao nível das estruturas económicas e não apenas através da injeção de liquidez (Collignon, 2013). Não tendo muitos países a capacidade de utilização deste tipo de instrumentos, uma eventual solução pode recorrer a um programa de obras públicas, coordenado por instituições comunitárias como defendem Böge e Berès (2016). Áreas sensíveis com impacto ao nível da produtividade, como é o caso das tecnologias da informação ou da educação, são domínios-chave para investimentos dessa natureza. O aproveitamento do excedente de alguns países (como a Alemanha e Holanda) para

financiar economias que apresentem défices. No entanto, isto levanta questões relativas à legitimidade: como garantir que os cidadãos concedem o seu aval a este tipo de decisões?

Embora seja reconhecida a importância das funções de estabilização do Orçamento, não deixa de ser entendido como um dos aspetos mais críticos da Zona Euro, devido às suas limitações como um instrumento insuficiente (ver a propósito, Rubio, 2016). Também Collignon (2013) sugere que a política macroeconómica da Zona Euro deveria ser mais *federalizada*, dado que o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) não define uma política coerente, fixando apenas os limites impostos a cada país. De Galthau (2016) vai mais longe ao afirmar que o custo da falta de coordenação fiscal pode rondar os 2% do PIB desta Zona Euro, recomendando um maior esforço maior de coordenação, no sentido de internalizar e absorver os choques assimétricos.

Uma possibilidade seria a introdução dos designados *Eurobonds*, isto é, títulos da dívida pública emitidos pelos países da Zona Euro, cujo juro associado seria uma média ponderada de cada país, o que obrigaria à criação de uma Agência de Dívida Europeia e, a prazo, a uma política fiscal comum. Todavia, uma medida deste género expõe a questão do risco moral como um dos maiores obstáculos à partilha da dívida pública na Zona Euro. De facto, se os países incumpridores (mais endividados) tiverem a noção que serão apoiados pelos parceiros, corre-se o risco de que não assumam os seus compromissos e obrigações, limitando os seus esforços para reduzir as suas dívidas. Porém, há também defensores da opinião oposta que crê que a disciplina macroeconómica e orçamental são os pilares do sucesso da Zona Euro, devendo-se premiar os governos que têm “boas políticas” e penalizar os que apresentam “más políticas”, como sustenta Agénor, (2003).

No fundo, as divergências económicas entre os diferentes países, a falta de supervisão sobre o funcionamento do setor bancário e uma deficiente governação económica constituem as razões da grave crise económica que afetou a zona Euro (Sapir e Wolff, 2015). Em sintonia com esta posição, Collignon (2013) concordava que a forma como foram geridos os sintomas das várias crises que se cruzaram (bancária, dívidas soberanas e económica e social) pode ter sido mais importante para acorar uma nova governação económica do Euro do que a própria crise em si.

Várias e distintas medidas e iniciativas foram identificadas como forma de resolver os problemas reconhecidos. Assim, completar a União Bancária, realizar amplas reformas estruturais, promover condições para uma superior mobilidade laboral, incentivar a convergência fiscal e a disciplina orçamental e promover uma maior integração social e política foram algumas propostas veiculadas pelos autores, cujos trabalhos referimos nesta secção.

De seguida, abordaremos de forma mais detalhada algumas destas questões. Todavia, é importante notar que se vêm expandindo correntes de opinião eurocéticas, as quais exploram a forma algo displicente como certos assuntos relevantes para alguns países foram tratados nos órgãos comunitários. De facto, se nem sequer numa problemática onde

supostamente deveria haver convergência de posições, como é o caso do acolhimento dos refugiados, a UE tem sido capaz de encontrar uma solução com e compartilhada pelos seus membros, então implementar medidas que promovam uma maior coordenação e partilha de responsabilidades na Zona Euro podem ser muito difíceis de alcançar.

4. As respostas institucionais da Zona Euro para resolver a crise

Ao longo destes anos da crise que vimos referindo, a União Europeia tomou várias medidas com o objetivo de reforçar e melhorar a sua governação, a fim de reparar situações com as quais os seus membros foram confrontados e preparar-se para futuros choques e situações de instabilidade. Porém, e tendo em conta o anémico crescimento económico e a dificuldade em estabelecer consensos no plano comunitário, consideramos que as respostas dadas pelas instituições europeias têm sido insuficientes, quer para dinamizar um crescimento robusto na UE em geral, quer para construir, no caso da Zona Euro, uma UEM eficaz e sustentável para o futuro.

Uma das prioridades das medidas tomadas foi a tentativa de resolver os desajustamentos dos equilíbrios financeiros dos agentes económicos. Como antes referimos, quando se tratou da dívida do setor público, a resposta baseou-se nos programas de apoio financeiro e os respetivos pacotes de medidas de austeridade. O objetivo a prosseguir orientou-se para a redução da despesa pública desses países e para o aumento das suas receitas.

Claramente, pretendia-se reduzir os défices públicos e, ao mesmo tempo, diminuir a dívida privada que se tinha acumulado nos últimos anos. Contudo, os casos de Portugal e da Grécia apontam para que o impacto das medidas nos défices podem não ter sido os esperados e, principalmente, as respetivas dívidas públicas não diminuíram, colocando-se inclusivamente em causa a sua sustentabilidade a longo prazo como mostram Pisani-Ferry et al (2013) numa avaliação preliminar aos impactos de tais programas.

Adicionalmente, para lá das tentativas de resolução dos problemas ligados ao setor público, também existiram medidas para atacar os desequilíbrios dos balanços do setor privado, sobretudo no caso dos bancos. De facto, um dos motivos das dificuldades do setor financeiro, em especial nos países do Sul da Europa, deveu-se ao abrupto corte no financiamento, por parte de países que detinham sólidas posições superavitárias. Neste caso, as medidas que tenham como propósito completar o mercado único e a inerente circulação de fatores, bens e serviços continuam a revelar-se necessárias para garantir rápidas e eficazes respostas perante eventuais choques assimétricos que venham a verificar-se no futuro (ver, por exemplo, Enderlein e Fritz-Vannahme, 2015).

Ainda no que respeita aos problemas específicos que envolveram o setor financeiro, é comum depararmo-nos com algumas críticas relativamente à forma e ao *timing* de atuação do BCE. Autores como Sapir e Wolff (2015) reconhecem que o atraso na resposta à crise constitui uma das possíveis fontes de fracasso das políticas europeias. É também comum

apontar dificuldades não propriamente às medidas em si, mas ao facto de os efeitos das mesmas não terem chegado atempadamente ao mercado, naquilo que é conhecido no domínio das políticas económicas como o problema da transmissão monetária.

É curioso verificar que os mecanismos para a resolução dos desajustes nos balanços de agentes públicos e privados foram prosseguidos a partir de duas abordagens distintas de política económica, as quais desde há muito assumem profunda clivagem no entendimento sobre os fundamentos e o funcionamento da economia. Na realidade, tal como Collignon (2013) menciona, a abordagem ao problema da dívida pública tem sido advogada pelos denominados *fundamentalistas fiscais*, sendo que a abordagem ao problema da dívida privada foi basicamente preconizada pela corrente dos *monetaristas*.

Ainda no que respeita às respostas políticas para estabilizar o sistema financeiro, uma das vias mais impressionantes foi a tentativa de criação de uma união bancária na Zona Euro. O objetivo desta passava por limitar os riscos das exposições dos balanços financeiros dos bancos às dívidas soberanas. Na realidade, tal exposição esteve na base da enorme instabilidade financeira da Zona Euro, tendo-se chegado a temer o seu fim.

As debilidades estruturais da UME foram patentes pelos eventos ligados à débil posição da dívida soberana em alguns países periféricos da UE e aos posteriores efeitos sobre os seus bancos. Não admirou pois que rapidamente se difundisse a ideia de que criar uma união bancária seria inevitável, a fim de concluir um quadro de integração económica e monetária que pudesse sustentar a moeda única. Assim, para garantir a estabilidade financeira na UME esta deveria ter dispositivos comuns aplicados a todos os membros, incluídos os seguintes aspetos: uma estrutura de supervisão bancária única, uma autoridade de resolução comum capaz de agir de forma rápida e transparente em caso de resolução bancária e, ainda, um sistema de apoio financeiro para garantir os depósitos.

Todavia, a agenda da união bancária ainda não está concluída, embora a supervisão e a resolução única tenham constituído reformas sistémicas salientes, a omnipresente relação entre bancos e soberanos não foi totalmente quebrada. Por um lado, os bancos dos países mais vulneráveis parecem estar agora mais dependentes dos respetivos soberanos do que estavam no período anterior à crise, o que significa que uma eventual reestruturação da dívida pública pode ter consequências nefastas para a solvabilidade do sistema bancário. Nestas circunstâncias, apenas uma diversificação das suas carteiras de títulos de dívida pública, despoletada pela fixação de limites à sua exposição ou por incentivos regulatórios à detenção de ativos mais seguros, pode assegurar que os bancos ficarão protegidos das consequências de um evento daquela natureza.

Em termos inversos, também os Estados continuam bastante vulneráveis aos riscos do setor bancário. Com efeito, apesar da criação do mecanismo de resolução, os Estados ainda estão expostos aos riscos de falência dos bancos e aos inerentes custos de um eventual resgate do sistema bancário. É um facto que a crise alterou a lógica política da partilha de custos nos resgates bancários e atualmente os recursos dos contribuintes já não estão na

primeira linha de intervenção face à falência de um banco. Porém, o Estado permanece como a derradeira linha de defesa, pelos que os Estados continuam expostos a um risco de crédito que não foi mutualizado, sendo que continua a ser determinante para os mercados saber que em última instância garante os créditos.

Neste contexto ainda impreciso e arriscado para a ligação de interdependência entre Estados e Bancos, Pisani-Ferry (2016) concede que à lógica da solução para o trilema da união bancária definida em 2012 (supervisão, resolução e fundo de garantia comum) devem ser acrescentados os limites de exposição para os bancos e um enfoque fiscal comum. Nesta linha Speyer (2012) realçava que a criação da união bancária era intrínseca a uma efetiva partilha da soberania dos países da UE, podendo envolver transferências financeiras entre os seus membros. Como tal, a consolidação da união bancária supõe a existência de um significativo consenso sobre aspetos políticos, razão pela qual o autor entende ser essencial alterar os Tratados.

A rápida propagação do risco da dívida dos Estados à sustentabilidade do sector bancário, permitiu um acordo institucional de que a união bancária implicaria algum avanço em termos de coordenação orçamental, sendo esta uma condição necessária para a resolução da crise financeira e para a própria subsistência da UME. A união bancária deveria agir sobre as instituições relevantes para a estabilidade do sistema e deveria integrar um conjunto de regras comuns para garantir a supervisão prudencial. Não sendo nova esta questão da criação da união bancária, é um facto que a mesma não pode ser entendida como suficiente para resolver o problema da exposição dos bancos às dívidas soberanas, uma vez que ainda existem entidades com uma dependência elevada (Pisani-Ferry, 2016). Porém, algo se tem modificado nos tempos mais recentes e já foram tomadas medidas para que, em caso de insolvência de bancos, os recursos dos contribuintes não sejam a fonte prioritária de financiamento quando ocorrerem tais dificuldades.

Para lá da busca de soluções estáveis para o problema de exposição dos bancos às dívidas soberanas, é também crucial a atuação no sentido do reforço da sustentabilidade das dívidas públicas, uma vez que enquanto tal não acontecer, a própria estabilidade bancária pode estar comprometida. Como tal, e ainda de acordo com Pisani-Ferry (2016) é fundamental prosseguir medidas que garantam credibilidade ao processo de disciplina fiscal que se pretende implementar nestes países.

As reformas que ocorreram nos pilares fiscal e da política económica foram bastante limitados, não obstante a cooperação fiscal ter sido bastante reforçada, mas de uma forma muito particular. De facto, a integração fiscal prosseguida jamais implicou uma partilha de recursos em larga escala, como recomendam as teorias do federalismo fiscal (Oates, 2005). Em vez disso, as reformas incidiram no reforço dos procedimentos tendentes ao controlo, prévio e à *posteriori*, dos orçamentos nacionais.

O atual quadro de governação fiscal na Zona Euro decorre de sucessivas reformas introduzidas no dispositivo do Tratado de Maastricht de 1992, que antes referimos. De

facto, após criado o Euro, era fundamental que os Estados mantivessem os esforços de convergência nas Finanças Públicas e a sua disciplina orçamental, pelo que o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) criado em 1996 pretendia garantir esse compromisso, tendo sido devidamente regulamentado em 1997³. O PEC incluía regras para toda a UE, estabelecendo limites de 3% para o défice orçamental e de 60% para a Dívida Pública face ao PIB (designada por vertente corretiva) e uma exigência de médio prazo para os países consolidarem posições orçamentais próximas do equilíbrio ou excedentárias (vertente preventiva).

Porém, ocorreram alguns eventos que minaram a credibilidade do funcionamento do PEC e dos processos de decisão nas instituições comunitárias, tendo motivado a não aplicação de sanções a países incumpridores dos limites dos défices orçamentais previstos, entre os quais se incluíam a Alemanha e a França. Com efeito, perante uma recomendação da Comissão para que aqueles países fossem declarados em défice excessivo mas tivessem prazos mais largos para cumprir os limites do PEC, em Novembro de 2003 o Conselho, numa iniciativa de legitimidade duvidosa, resolveu não dar sequência ao estatuído e suspendeu a aplicação das regras do PEC a estes países, o que levou à posterior alteração daquelas disposições, a fim de introduzir uma maior flexibilidade na sua aplicação.

Assim, em 2005 ocorreu uma primeira reforma de vulto com o prolongamento dos prazos concedidos aos Estados-membros com défice superior a 3% para corrigir a situação (passou de 2 para 4 ou 5 anos), um reforço das medidas de prevenção em caso de défice excessivo (compromisso de consolidação orçamental anual de pelo menos 0,5% do PIB ao longo do ciclo) e a atribuição de maior peso ao critério da Dívida Pública como forma de avaliar a sua sustentabilidade a médio prazo. Porém, foram também ampliadas as situações que enquadram a não aplicação automática de sanções, o que de alguma forma contribuiu para minar a credibilidade e a reputação do próprio PEC.

Já no decurso da recente crise económica e financeira foi criado o designado “Six Pack” em 2011 (inclui cinco Regulamentos e uma Diretiva) e o “Two Pack” em 2013 (dois Regulamentos que se aplicam apenas aos países da Zona Euro), bem como o *Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança* de 2012 (conhecido como “Compacto Fiscal”). Aquela reforma de 2011 foi projetada para melhorar as condições do PEC acrescentando uma referência sobre a Despesa à vertente preventiva e tornando o critério da Dívida total mais operacional na vertente corretiva.

À medida que a UE se foi confrontando com a resiliência da crise da dívida soberana de alguns dos Estados-membros, teve que equacionar estratégias alternativas para lidar com o problema. Ora, a incapacidade de abordar estas situações tem raízes profundas no

³ Tal aconteceu com o Regulamento 1466/97 (regula o conteúdo, a apresentação, a apreciação e o acompanhamento dos programas de estabilidade e dos programas de convergência no âmbito da supervisão multilateral a exercer pelo Conselho e Comissão) e o Regulamento 1467/97 (relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos).

exíguo e imperfeito quadro orçamental definido em Maastricht, mormente na diminuta orientação para a coordenação das políticas macroeconómicas nacionais. Deste modo, e depois de várias tentativas inconsequentes, foi obtido um compromisso político com a aprovação no Conselho Europeu (2012) referido Compacto Fiscal.

Provavelmente esta solução decorreu da falta de capacidade da UE na monitorização do PEC e da falta de credibilidade das normas orçamentais e das sanções aí estipuladas (Caetano e Sousa, 2012). Em termos políticos, evidenciou-se a posição alemã que afirmou a sua vontade de construir um modelo orçamental ponderado e sóbrio, com o intento de serenar os mercados financeiros e de sustentar as ondas de contágio que a crise das dívidas soberanas têm mostrado. Este Tratado inclui uma norma quantitativa para limitar o endividamento público e que deveria ficar vertida na Constituição (ou quadro legal similar) de cada país. É, pois, esta denominada “regra de ouro”, inspirada na Constituição alemã que limita o endividamento dos “lander” que não pode ser excedido sem autorização prévia (Verheslt, 2012), que suporta a abordagem do Pacto Fiscal e visa o reforço da disciplina orçamental na UEM e o aprofundamento da coordenação das políticas económicas entre os membros. Contudo, quase todos os países optaram até agora por não incluir aquelas normas nos seus textos constitucionais.

Finalmente, as alterações de 2013 (Two Pack) visavam, por um lado, reforçar a supervisão económica e orçamental dos Estados-Membros afetados ou ameaçados por graves dificuldades no que respeita à sua estabilidade financeira na área do Euro e, por outro, instituir disposições comuns para o acompanhamento e a avaliação dos projetos de planos orçamentais e para a correção do défice excessivo dos Estados-Membros da Zona Euro. O objetivo desta supervisão reforçada das políticas económicas vai no sentido de criar uma união fiscal integral e uma política económica comum, na qual a Comissão e o Conselho dispõem de poder de condicionar previamente as propostas de orçamento nacionais, já que os países devem submeter os planos orçamentais, os planos nacionais de emissão de Dívida e até os programas de investimento à aprovação das instituições comunitárias.

No mesmo sentido, vão as posições de Andrlle et al. (2016) ao reconhecerem que a crise financeira global e suas consequências têm mostrado a necessidade de reforçar o quadro de conceção e execução da governação orçamental da UE. Assim, não obstante estas recentes reformas, o quadro continua a ser complexo⁴, ao mesmo tempo que os dispositivos destinados a reforçar o cumprimento e a execução continuam bastante fracos. Ora, com os níveis de endividamento público em níveis elevados, seria desejável redefinir um quadro de governação fiscal menos complacente para evitar um acumular de desequilíbrios orçamentais e melhor suportar a sustentabilidade fiscal e macroeconómica.

⁴ Por exemplo, a criação do “Semestre Europeu” em setembro de 2010 assumiu-se como uma iniciativa de resposta à crise, através de um novo ciclo de coordenação *ex-ante* das políticas económicas e orçamentais dos Estados-membros, em articulação como o PEC e a Estratégia Europa 2020. Para mais informação sobre o assunto ver documento *online* do Conselho Europeu intitulado “O que é o Semestre Europeu”, acesso em <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester?lang=pt>

Os autores antes referidos apresentam um conjunto de propostas que envolvem, entre outros aspetos, a simplificação do quadro fiscal baseando-o em dois pilares principais: por um lado, definindo uma âncora fiscal que poderá ser o rácio de Dívida Pública em relação ao PIB e, por outro, uma norma operacional única que no limite poderá passar para o nível do crescimento da despesa pública e um mecanismo explícito de correção quando aquela ultrapasse os valores limite.

Adicionalmente, o sistema deverá refletir uma maior automaticidade na aplicação de um conjunto credível de sanções, deverá ter uma melhor coordenação em termos de vigilância da política fiscal, a fim de suportar a implementação deste quadro mais simplificado. Naturalmente que a transição para este novo quadro orçamental vai levar tempo e algumas reformas poderão enfrentar obstáculos legais, exigindo mesmo eventuais alterações dos Tratados em vigor. Todavia, a criação de um quadro fiscal menos complexo e mais robusto pode constituir uma resposta fundamental face ao avolumar de crescentes vagas de ceticismo sobre o projeto europeu.

5. Os Desafios que se colocam a uma nova governação da Zona Euro

Anteriormente referimos que a atuação das entidades comunitárias tem sido relativamente limitada face à natureza estrutural do problema decorrente de uma arquitetura deficiente na zona Euro colocou em causa o modelo de integração monetária. Assim, foi manifesta a fragilidade de alguns países, devido ao endividamento público e privado e à perda de competitividade, o que motivou os pacotes resgate financeiro. Criou-se uma espiral de contágio, onde o risco bancário fez aumentar o risco da dívida pública e, sucessivamente, a subida deste afetou a capacidade dos bancos proverem crédito à economia real.

Diversas iniciativas comunitárias tentaram superar este círculo vicioso, sendo que as maiores mudanças ocorreram nas áreas de política monetária e da regulação financeira. No que toca à política monetária, a UE, por via do BCE, assumiu um papel de quase provedor de último recurso⁵, e alargou o seu perfil político à assessoria dos governos nacionais em termos económicos e política financeira, além de se ter tornado supervisor do sistema bancário da Zona Euro. No caso da regulação financeira, a resposta à crise foi incremental, mostrando talvez uma lógica cada vez mais envolvente (Salines, et. al., 2012). Ou seja, a crise das dívidas soberanas ameaçou a implosão da Zona Euro solicitando

⁵ O BCE teve um papel relevante ao longo da crise, quer pela manutenção de uma política monetária acomodatória, quer pela aplicação de medidas não convencionais, como as ações de refinanciamento a três anos ou o alargamento dos ativos aceites como garantia das operações de crédito. Assim, as declarações do presidente do BCE em julho de 2013 quando afirmou que o Banco estava disposto a fazer tudo o que fosse necessário para preservar a moeda única tiveram um efeito de acalmia nos mercados. Na sequência destas declarações foi anunciado o programa *Outright Monetary Transactions* (OMT) que contempla a compra de títulos de dívida pública em mercado secundário com o objetivo de corrigir distorções devido aos receios dos investidores quanto à reversibilidade da área do Euro. Refira-se que a aplicação do mecanismo é condicional à adoção, pelo emitente, de um plano de ajustamento no âmbito do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira/Mecanismo Europeu de Estabilidade (FEEF/MEE).

reformas mais fortes que resultaram no lançamento da União Bancária, implicando ações centralizadas no domínio da regulamentação e supervisão financeiras.

Depreende-se desta orientação que o BCE constitui uma instituição com um crescente poder de intervenção, tendo passado de um perfil de entidade tecnocrática algo obscura, focada exclusivamente na estabilidade de preços, para emergir gradualmente como ator político de relevo na governação da Zona Euro, assumindo funções que, como refere Henning (2016), se expandiram à supervisão bancária e, na qualidade de membro da denominada *Troika*, à monitorização das reformas estruturais dos Estados-membros.

A governação económica da Zona Euro verificou também modificações incrementais no domínio fiscal e orçamental, embora de natureza bastante mais limitada do que na área monetária. Assim, as reformas indicam alguma continuidade na forma e na substância, com a criação da estratégia Europa 2020 (sucessora da Estratégia de Lisboa) que procura reforçar as bases da competitividade para apoiar o crescimento económico e, por outro lado, continuou a recorrer no plano institucional ao uso de *soft law*. De acordo com Verdun (2015), algumas das novas instituições (como o Six-pack e o Two-pack) enquadraram-se nos procedimentos frequentes da UE, como seja o Compacto Fiscal que seguiu a via intergovernamental, na linha do acordo de Schengen sobre a livre circulação. Esta estratégia modelou um novo tipo de estrutura institucional mais flexível na formulação de políticas fiscais e económicas, enfatizando a cooperação, o que está para lá do quadro comunitário puro e duro.

Finalmente, a governação da Zona Euro centralizou-se e tornou-se gradualmente mais hierarquizada, em particular no que respeita à fiscalização e à supervisão bancária. Também as reformas no domínio da política fiscal e orçamental aumentaram as tarefas de vigilância da Comissão Europeia, permitindo até mesmo que esta interfira nos orçamentos dos Estados-Membros em certas situações (Savage e Verdun 2016).

Em simultâneo, registamos que a Alemanha fortaleceu durante a crise a sua posição como líder da Zona Euro, em linha com o que já se tinha verificado no desenho do figurino da UEM que levou à moeda única. A atitude de oposição inflexível a qualquer projeto de mutualização da dívida ou a recusa em que as instituições comunitárias prestassem assistência financeira aos países mais endividados, reforçando assim uma hegemonia e liderança alemã, assentes num conjunto de preferências políticas plenamente assumidas (Chang, 2016).

Os resultados dos processos de ajustamento económico provocaram sequelas profundas no plano social, sendo possível verificar que a crise e a forma como a mesma tentou ser resolvida, aumentou as disparidades económicas e sociais entre os países (De Galhau, 2016), contribuindo assim para a redução da base de apoio político ao projeto da unificação monetária e ao avolumar dos citados movimentos antieuropeístas.

Deste modo, os referidos autores concordam com a necessidade de proceder a amplas reformas nos mercados laborais, a fim de garantir uma maior mobilidade territorial,

acreditando que o reforço de flexibilidade permitiria acomodar alguns dos ajustamentos necessários à estabilidade da Zona Euro. Porém, ao contrário do que ocorre, por exemplo, nos EUA, permanecem ainda notórias barreiras de caráter cultural, linguístico e social que limitam essa mobilidade, não obstante dados recentes indicarem que a mobilidade laboral terá crescido nos últimos anos (Peters, 2016).

A disputa sobre o paradigma que suportaria a união bancária europeia expôs de forma marcante os limites e os paradoxos em certos aspetos do processo de construção europeia ao longo do tempo. É um facto que os políticos têm tentado prosseguir um modelo de índole federal mais acentuado, a fim de responder às fragilidades reveladas pela recente crise da zona Euro. Todavia, para que tal seja apropriado e legitimado pelos cidadãos as instituições europeias e nacionais terão que estimular a participação destes, já que não se trata só de optar por uma simples solução técnica, mas acima de tudo trata-se de afirmar e validar antecipadamente as escolhas políticas subjacentes. Assim, uma iniciativa edificada sobre um frágil quadro legal arrisca-se a ser apenas uma boa ideia, desenraizada de efetiva legitimidade democrática, ainda que conformada aos textos dos Tratados em vigor (Sousa e Caetano, 2013).

Outro desafio que tem que ser enfrentado futuramente com mais firmeza liga-se ao facto de permanecerem fortes assimetrias económicas e sociais na Zona Euro, sendo que a criação de condições para a existência de uma maior sincronização dos ciclos económicos, através de mecanismos que promovam a gestão da procura deve constituir uma prioridade. A existência de fundos específicos para este efeito e de um sistema de segurança social associado aos níveis de desemprego poderá ajudar a relançar uma nova dimensão social no processo de construção europeia, como por exemplo através da eventual criação de um sistema europeu de proteção no desemprego.

A criação de um sistema de seguros contra o desemprego teria vantagens face às tradicionais transferências fiscais, pois basear-se-ia na dinâmica das taxas de desemprego, gerando fluxos compensatórios automáticos, em função da situação de cada país no ciclo económico, impedindo que os países fossem regularmente beneficiários ou contribuintes líquidos. Este estabilizador responderia de forma rápida aos efeitos sociais de choques económicos, garantindo patamar de proteção social, como sustentam Dullien e Fichtner (2013).

Outra forma de mitigar os impactos dos choques económicos específicos pode ser o reforço da mobilidade de trabalhadores entre os Estados, pela absorção do desemprego. Por razões múltiplas, como a existência de barreiras linguísticas e culturais, a mobilidade do trabalho na Europa tem sido limitada, apesar da consagração formal da liberdade de circulação de trabalhadores no seio da UE após a criação do Mercado Único em 1993.

Aspetos como a ausência de interligação entre os sistemas nacionais de pensões, a falta de conhecimento sobre vagas de emprego disponíveis e as dificuldades do processo de reconhecimento de qualificações profissionais estabelecem reais barreiras à mobilidade laboral. Porém, esta constitui um mecanismo de regularização face a desajustes nos mercados, num contexto

de livre circulação dos bens, serviços e fatores, tornando-se um mecanismo de flexibilidade. Em termos de iniciativas concretas nesta área é de referir os progressos registados na portabilidade de direitos adquiridos pelos trabalhadores, independentemente do país da UE em que exerçam a atividade profissional, bem como no reconhecimento de qualificações e na melhoria da informação sobre oportunidades de emprego transfronteiriças.

Em suma, a realidade é que, independentemente da incidência numa natureza mais fiscal ou monetária das políticas, será decisivo estabilizar a Zona Euro como um todo, através de alterações mais significativas nas regras comunitárias e por via, ainda, do reforço da coordenação das políticas nacionais. Porém, uma atuação fiscal exclusivamente focada as regras isolada, não permitirá que os países, por si só, possam sair da crise, tal como refere Pisani-Ferry (2016). A atuação deve ser conjunta, articulando os planos nos planos nacional e comunitário para conseguir dinamizar a procura interna de todos os membros.

A arquitetura da UME continua ainda incompleta, quer no plano teórico quer ao nível institucional, não obstante os passos que foram dados em resposta à crise que alastrou na Zona Euro e que pôs a nu as suas debilidades estruturais. Entretanto a discussão continua acesa sobre temas, tão distintos quanto interligados, como a necessidade de uma união bancária mais robusta, uma maior capacidade fiscal ou mesmo uma união fiscal. Institucionalmente, também foram tomadas iniciativas que podem ser proficuas no futuro, como seja o relatório dos Cinco Presidentes (Juncker et al. 2015) que apresenta planos para detalhados para um aprofundamento da UEM em moldes que possam reforçar a convergência, a competitividade e a legitimidade democrática. A União Monetária Europeia de hoje é bastante diferente daquela que existia na altura da criação do Euro e seguramente novas etapas vão ser percorridas e novos e dispositivos vão ser criados para consolidar uma governação mais eficaz e participada.

Referências bibliográficas

AGÉNOR, Pierre-Richard – Benefits and costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *World Economy*, 26, (2003),1089-1118.

ALVES, Rui – *O Futuro da União Europeia: Organização Económica e Política no Contexto dos Desafios Pós-Euro*. Tese de Doutoramento. Faculdade de Economia da Universidade do Porto (2008). [consultado em 22 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/10799/2/Tese.pdf>

ANDRLE, Michal; BLUEDORN, John; EYRAUD, Luc; KINDA, Tidiane; KOEVA-BROOKS, Petya; SCHWARTZ, Gerd; WEBER, Anke – Reforming Fiscal Governance in the European Union. Banca d'Italia Seminari e Convegni, Workshops and Conferences (2016). [consultado em 22 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2016-0020/Beyond_the_Austerity_Dispute_-_New_Priorities_for_Fiscal_Policy.pdf

ANGELONI, Chiara; MERLER, Silvia; WOLFF, Guntram – Policy Lessons from the Eurozone Crisis. *The International Spectator*, 47:4, (2012), 17–34.

BALDWIN, Richard; GROS, Daniel – What caused the eurozone crisis? (2015). [consultado em 20 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <https://www.ceps.eu/system/files/What%20caused%20the%20EZ%20Crisis%20RB%20DG%20CEPS%20Commentary.pdf>

BAYOUMI, Tamim; EICHENGREEN, Barry – Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. *European Economic Review*, 41, (1997), 761-772.

BÖGE, Reimer; BERÈS, Pervenche – Working document 2 on a budgetary capacity for the Eurozone. (2016) [consultado em 14 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2F%2FEP%2F%2FNONGML%2BCOMPARL%2BPE-578.795%2B02%2BDOC%2BPDF%2BV0%2F%2FEN>

CAETANO, José; RICO, Nuno – A dimensão social da União Económica e Monetária Europeia: Das suas razões aos instrumentos de concretização. *Debater a Europa*, 11 (2014), 426-455.

CAETANO, José; SOUSA, Miguel – A herança de Maastricht: das suas condicionantes às perspectivas de sustentabilidade da UEM a longo prazo. *Debater a Europa*, 6 (2012), 41-66.

COLLIGNON, Stefan – How (not) to reform the Euro Area's economic governance. *Global Policy*, 4 (2013), 50-57.

CHANG, Michel – The (Ever) Incomplete Story of Economic and Monetary Union, *Journal of Contemporary European Research*, 12:1, (2016) 486-501.

DE GALHAU, François – Europe at a crossroads: How to achieve efficient economic governance in the Euro Area (2016). [consultado em 14 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://bruegel.org/2016/03/europe-at-a-crossroads-how-to-achieve-efficient-economic-governance-in-the-euro-area/>.

DE GRAUWE – Design failures of the Eurozone, VOX, CEPR's Policy Portal (2015). [consultado em 14 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://voxeu.org/article/design-failures-eurozone>

DE GRAUWE, Paul – *The Economics of Monetary Integration*, 7ª edição, Oxford University Press, Oxford (2007), ISBN 9780199297801.

DULLIEN, Sebastian; FICHTNER, Ferdinand - A Common Unemployment Insurance System for the Euro Area. *DIW Economic Bulletin*, 1, (2013) 9–14. [Consultado em 3 de maio de 2016]. Disponível em WWW: URL:https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.413714.de/diw_econ_bull_2013-01_2.pdf

ENDERLEIN, Henrik; FRITZ-VANNAHME, Joachim – Repair and Prepare: Strengthening Europe's Economies after the Crisis (2015). *Jacques Delors Institut*, Berlim.

FERREIRA, Paulo – *Integração Financeira na União Europeia: o Euro e o Quinto Alargamento – Uma Análise Empírica*. Porto: Edições Ecopy, (2006). 204 p. ISBN 9789899507555.

FERREIRA, Paulo - Monetary Integration in the European Union. *Journal of Emerging Market Finance*, 10:1 (2011), 93-120. DOI: 10.1177/097265271101000104. ISSN 0972-6527.

FERREIRA, Paulo; CAETANO, José – Integração financeira incompleta: zona Euro em cheque?, *Debater a Europa* 8 (2013), 65-86. ISSN 1647-6336.

FERREIRA, Paulo; DIONÍSIO, Andreia; PIRES, Cesaltina - Adopt the Euro? The GME approach. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 5 (2010), 231-247. ISSN 1860-711X.

FERREIRA, Paulo; DIONÍSIO, Andreia; ZEBENDE, Gilney – Why does the Euro fail? The DCCA approach, *Physica A*, 443 (2016), 543-554.

GOYAL, Rishi (coordinator) – A Banking Union for the Euro Area, International Monetary Fund Discussion Note, SDN/13/01, (2013). [consultado em 27 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf>>.

HENNING, C. - The ECB as a Strategic Actor: Central Banking in a Politically Fragmented Monetary Union. In CAPORASO, J.; RHODES, M. (eds) *Political and Economic Dynamics of the Eurozone Crisis*. (2016). Oxford: Oxford University Press.

JUNCKER, J.-C.; TUSK, D., DISSELBLOEM, J.; DRAGHI, M.; SCHULTZ, M. Completing Europe's Economic and Monetary Union', European Commission. Brussels (2015). [consultado em 20 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL: http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetaryunion/docs/5-presidents-report_en.pdf>

KARLINGER, Liliane – The impact of Common Currencies on Financial Markets: A Literature Review and Evidence from the Euro Area. *Working paper 2002-35 Bank of Canada* (2002). [consultado em 22 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp02-35.pdf>.

KIRKEGAARD, Jacob Funk – Europe's new fiscal compact treaty does not outlaw Keynesianism and is a stepping stone to more progress, *Vox-EU* [em linha]. 6 fevereiro (2012). [consultado em 20 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7600>> ISSN: não disponível.

MUNDELL, Robert – A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51:4, (1961) 657–665.

OATES, W. – Toward A Second-Generation Theory of Fiscal Federalism, *International Tax and Public Finance*, 12, (2005), 349–373.

PETERS, Heiko – Higher EMU labour mobility at risk. EU Monitor European Integration, Deutsche Bank (2016) [consultado em 25 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL: http://www.dbresearch.fr/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000384059/Higher_EMU_labour_mobility_at_risk.pdf>

PISANI-FERRY, Jean; SAPIR, André; WOLFF, Guntram – EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment, BRUEGEL BLUEPRINT SERIES Volume XIX (2016) [consultado em 15 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://bruegel.org/2013/06/eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/>>

PISANI-FERRY, Jean – The Eurozone’s Zeno paradox – and how to solve it. VOX CEPR’s Policy Portal (2016). [consultado em 16 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://voxeu.org/article/eurozone-s-zeno-paradox-and-how-solve-it>>

PISANI-FERRY, Jean; SAPIR, André; VON WEIZSÄCKER, Jakob – A European recovery programme, *Bruegel Policy Brief* (2008). [consultado em 22 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/239-a-european-recovery-programme/#.USjFgqIz3IY>>

SALINES, M.; GLÖCKLER, G.; TRUCHLEWICKI, Z. – Existential crisis, incremental response: the Eurozone’s dual institutional evolution 2007–2011, *Journal of European Public Policy*, 12(5) (2012), 665-681.

SAPIR, André; WOLFF, Guntram – Euro-Area governance: What to reform and how to do it (2015). [consultado em 14 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL <http://bruegel.org/2015/02/euro-area-governance-what-to-reform-and-how-to-do-it/>>

SAVAGE, J.; VERDUN, A. – Strengthening the European Commission’s budgetary and economic surveillance capacity since Greece and the euro area crisis: a study of five Directorates-General, *Journal of European Public Policy*, 23(1), (2016), 101-118.

SISLER, Chiara – Intergovernmentalism and the reinforcement of the economic governance in the European Union: the Fiscal Compact. *SIS Working Paper N° 2016-2*, School of International Studies – University of Trento, Italy (2016).

SOLOW, Robert – *Is Fiscal Policy Possible? Is It Desirable?*, in Solow, R. (ed.), *Structural Reform and Macroeconomic Policy*, Palgrave Macmillan, pp. 23-40. (2004). ISBN: 9781403936462.

SOUSA, Miguel; CAETANO, José – Será a União Bancária uma solução para a crise do Euro?, *Debater a Europa*, 8 (2013), 87-110.

VERDUN, A. – A historical institutionalist explanation of the EU’s responses to the euro area financial crisis, *Journal of European Public Policy*, 22(2), (2015), 219-237.

VERHELST, Stijn – Will the national ‘golden rule’ eclipse the EU fiscal norms?, *VoxEU* (2012). [consultado em 6 de maio de 2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7682>>

Artigo Recebido a 03 de maio de 2016 | Aceite a 27 de junho de 2016