

JOSÉ MANUEL CAETANO  
MIGUEL ROCHA DE SOUSA

Editores

# Desafios e Oportunidades na Governança da Zona Euro



EDIÇÕES SÍLABO

## Sobre este livro

---

«Este livro, escrito por excelentes cientistas e editado por José Manuel Caetano e Miguel Rocha de Sousa, destaca-se da maior parte das publicações sobre a zona euro devido à sua característica única. Ao contrário da economia pura e simples, este livro apreende de maneira esplêndida a interdependência entre o desempenho económico e a tomada de decisão política no rescaldo de 2008. Não é apenas economia, estúpido, mas também política que importa».

*Michael Bolle*

*Diretor do Centro Jean Monnet de Excelência para a Integração Europeia,  
Universidade Livre de Berlim, Alemanha*

«Este livro editado por José Manuel Caetano e Miguel Rocha de Sousa, é escrito a partir de uma preocupação dos diferentes autores em melhorar a governação da zona euro. Contém importantes capítulos que identificam as fraquezas da zona do euro e as reformas da sua governança que a tornarão sustentável no longo prazo. Este é um livro que recomendo para estudantes, académicos e políticos na Europa.»

*Paul De Grauwe*

*«Catedrático John Paulson» de Economia Política Europeia, Instituto Europeu,  
London School of Economics and Political Science (LSE), Reino Unido*

«Grande parte do debate sobre a crise da zona do euro foi dominado por pontos de vista das instituições e dos grandes países. Ouvimos muito pouco dos países menores que estavam no centro do ciclone. É uma sorte que este livro reúna contribuições de estudiosos (principalmente) portugueses. São economistas e cientistas políticos e têm muito a dizer. Os leitores vão descobrir a extensão do sofrimento que a crise trouxe para Portugal. A atividade económica desacelerou, o desemprego disparou, as empresas entraram em colapso, é claro que, estas contribuições também retratam vivamente as frustrações das “soluções” impostas pela Troika.»

*Charles Wyplosz*

*Professor catedrático de Economia, Instituto de Estudos Internacionais  
e de Desenvolvimento, Genebra; Diretor do Centro Internacional  
de Estudos Monetários e Bancários, Genebra, Suíça*

# **Desafios e Oportunidades na Governança da Zona Euro**

Editores

JOSÉ MANUEL CAETANO

MIGUEL ROCHA DE SOUSA

*EDIÇÕES SÍLABO*

É expressamente proibido reproduzir, no todo ou em parte, sob qualquer forma ou meio gráfico, eletrónico ou mecânico, inclusive fotocópia, este livro.

As transgressões serão passíveis das penalizações previstas na legislação em vigor.

Não participe ou encoraje a pirataria eletrónica de materiais protegidos.

O seu apoio aos direitos dos autores será apreciado.

Visite a Sílabo na rede  
[www.silabo.pt](http://www.silabo.pt)

Este estudo foi financiado pelo Departamento da Economia, da Universidade de Évora, e, por fundos nacionais, através da FCT – Fundação para a Ciência e a Tecnologia, I.P., no âmbito dos projetos «UID/CPO/0758/2019» do CICP e «UID/ECO/04007/2019» do CEFAGE.

#### FICHA TÉCNICA

Título: Desafios e Oportunidades na Governança da Zona Euro

Autores: José Manuel Caetano, Miguel Rocha de Sousa e outros

© Edições Sílabo, Lda.

Capa: Pedro Mota

1ª Edição – Lisboa, novembro de 2019.

Impressão e acabamentos: ARTIPOL – Artes Tipográficas, Lda.

Depósito Legal: 463119/19

ISBN: 978-989-561-032-7



**EDIÇÕES SÍLABO, Lda.**

Publicamos conhecimento

Editor: Manuel Robalo

R. Cidade de Manchester, 2

1170-100 Lisboa

Telf.: 218130345

e-mail: [silabo@silabo.pt](mailto:silabo@silabo.pt)

[www.silabo.pt](http://www.silabo.pt)

# Índice

<b>Nota prévia e agradecimentos</b>	11
José Manuel Caetano • Miguel Rocha de Sousa	
<b>Prefácio</b>	13
João Loureiro	
<b>Algumas notas sobre a crise económica e financeira na Zona Euro e o papel do BCE</b>	17
António Mendonça	
<b>Introdução</b>	25
José Manuel Caetano • Miguel Rocha de Sousa	
<b>Capítulo 1</b>	
<hr/>	
<b>União Monetária apoiada num enviesado quadro concetual</b>	39
Vítor Bento	
1.1. Introdução	41
1.2. Uma conceção errada do papel das balanças de pagamentos	42
1.3. Diagnósticos errados, virtudes, pecados e assimetrias	44
1.4. Um enviesado quadro concetual e a confusão de memórias	47
1.5. Uns veem inflação, outros veem recessão	50
1.6. Doença errada, tratamento inadequado	52
1.7. O invisível pecado original	55
1.8. Conclusão	57

## Capítulo 2

---

### **Endogeneidade das zonas monetárias ótimas e desequilíbrios macroeconómicos na zona euro** 61

Carlos Vieira • Isabel Vieira

- 2.1. Introdução 63
- 2.2. Análise empírica 64
- 2.3. Conclusão 77

## Capítulo 3

---

### **Tendências na sincronização dos ciclos económicos na UEM** 81

José Caetano • Elsa Vaz • António Caleiro

- 3.1. Introdução 83
- 3.2. A revisão da literatura 84
- 3.3. Metodologia 86
- 3.4. A sincronização dos ciclos económicos 87
- 3.5. Discussão 97
- 3.6. A crise das dívidas soberanas e a amplificação de choques assimétricos na Zona Euro 98
- 3.7. Conclusão 103
- 3.8. Anexo – Os países em estudo 106

## Capítulo 4

---

### **O risco de uma integração financeira incompleta na União Europeia** 109

Paulo Ferreira • José Caetano • Andreia Dionísio

- 4.1. Introdução 111
- 4.2. A relevância da integração financeira na União Monetária 112
- 4.3. Integração financeira na Zona Euro 114
- 4.4. Integração financeira na altura da criação do Euro 115
- 4.5. Reforço da integração financeira nos primeiros anos da Zona Euro 116
- 4.6. Integração financeira após a crise da Zona Euro 118

4.7. A fragmentação financeira na Zona Euro no contexto da Crise das Dívidas Soberanas	120
4.8. Considerações finais	124

## Capítulo 5

---

### **Concluir a União Bancária Europeia – À espera da próxima crise?** 129

Luís Brites Pereira • Miguel Rocha de Sousa

5.1. Introdução	131
5.2. O porquê de uma União Bancária Europeia	131
5.3. Como foi implementada a União Bancária Europeia?	134
5.4. Desafios e perspetivas	137
5.5. Conclusão	142

## Capítulo 6

---

### **A governação da Zona Euro no rescaldo da crise – A caminho de um novo equilíbrio institucional?** 147

Paulo Vila Maior • Isabel Camisão

6.1. Introdução	149
6.2. A inevitável articulação entre a crise da Zona Euro e alterações institucionais	150
6.3. Consequências (i): os vencedores	153
6.4. Consequências (ii): os perdedores?	162
6.5. Conclusão: a governação da Zona Euro – Um novo equilíbrio de poderes?	167

## Capítulo 7

---

### **União Económica e Monetária – Quo vadis? – Uma discussão sobre o enquadramento económico e orçamental** 173

Ana Fontoura Gouveia

7.1. Introdução	175
7.2. O ponto de partida	178
7.3. O longo caminho para reformar a área do euro	181

7.4. Um vislumbre das implicações institucionais	191
7.5. Conclusão	193

## Capítulo 8

---

### **O que pode e deve ser esperado da política orçamental da União Europeia?** 203

Manuel Porto

8.1. Introdução	205
8.2. A lógica de descentralização da UE, com um papel regulatório	206
8.3. A necessidade de se ter uma nova filosofia, considerando-se o valor acrescentado com a integração	208
8.4. Tendências e desafios do lado da despesa	210
8.5. Implicações para as receitas do orçamento	213
8.6. Conclusões	223

## Capítulo 9

---

### **Será que a união monetária europeia requer uma dimensão social?** 229

José Caetano • Nuno Rico

9.1. Introdução	231
9.2. A crise financeira revelou uma União Monetária Europeia incompleta	233
9.3. Dos impactos da crise económica à necessidade de uma dimensão social na UEM	236
9.4. Iniciativas comunitárias para reforçar a dimensão social na Zona Euro	239
9.5. Mecanismos financeiros para apoiar a dimensão social na Zona Euro	242
9.6. Considerações finais	245

## Capítulo 10

---

### **A União Política e o futuro da Zona Euro – Contributos para um modelo de governança europeia** 251

António Covas

10.1. Introdução: a herança da década 2007-2017	253
10.2. Os paradoxos do processo de integração europeia	255

10.3. A herança do Tratado de Lisboa e o hibridismo do sistema político europeu	257
10.4. A emergência do federalismo: dúvidas e mistérios em tempo de crise	260
10.5. O federalismo cooperativo e o sistema de governação multiníveis	263
10.6. Um Ato Federal para um governo dos «comuns europeus»	267
10.7. Um Ato Único Federal para um governo dos comuns europeus	268
10.8. Notas finais	273

## **Capítulo 11**

---

### **Sobre os cenários para o futuro da Zona Euro** 277

António Caleiro • José Caetano

11.1. Introdução	279
11.2. Os cenários propostos	280
11.3. A nossa perspetiva para ancorar um cenário favorável	287
11.4. Conclusão	292

<b>Nota biográfica dos editores e dos autores</b>	299
---	-----



# Nota prévia e agradecimentos

José Manuel Caetano • Miguel Rocha de Sousa

Editores

Em 2018 foi publicado pela editora Novascience Publishers de Nova Iorque o livro *Challenges and Opportunities for Eurozone Governance*. Um dos propósitos da publicação era contribuir para a reflexão e o debate sobre a reforma da União Monetária Europeia, o qual tem estado muitas vezes ausente da discussão pública em Portugal. Assim, foram organizadas em abril e maio de 2019 algumas conferências de apresentação da obra na Universidade Fernando Pessoa do Porto, na Universidade de Évora, na Universidade de Coimbra e, ainda, no Gabinete de Estudos e Estratégia do Ministério da Economia. Destas iniciativas, bastante participadas, resultou o incentivo à publicação do livro em língua portuguesa, pois muitos dos intervenientes referiram a sua utilidade para abranger novos públicos e suscitar um debate mais esclarecido sobre um tema tão relevante e atual.

Fruto deste interesse foram realizados contactos, dos quais resultou a escolha da *Editora Sílabo* que, através do apoio do Dr. Manuel Robalo, acarinhou desde o primeiro momento este projeto e criou condições para a sua concretização. Naturalmente agradecemos este apoio, estendendo o nosso reconhecimento ao pessoal técnico da editora pela forma empenhada e profissional como ajudou a trazer à estampa esta publicação. Trata-se, assim, de uma tradução para língua portuguesa da versão original da publicação feita em 2018, pelo que, com exceção dos textos de João Loureiro e António Mendonça, não foi feita uma atualização dos dados usados, nem das suas implicações em termos de análise.

Uma palavra de sentido agradecimento para todos os autores pela forma compreensiva com que lidaram com as «exigências» dos editores, a fim de cumprir os prazos definidos para a publicação. Também uma palavra de agradecimento aos colegas do Departamento de Economia da Universidade de Évora pelo apoio, bem como ao *Centro de Investigação em Ciência Política* (CICP) e ao *Centro de Estudos Avançados em Gestão e Economia* (CEFAGE) que financiaram este estudo por fundos nacionais através da FCT – Fundação para a Ciência e a Tecnologia, I.P., no âmbito dos projetos «UID/CPO/0758/2019» do CICP e

«UID/ECO/04007/2019» do CEFAGE, concedendo apoio financeiro e a inestimável colaboração dos seus investigadores.

Por último, mas não menos importante, um agradecimento aos nossos familiares mais diretos pelo estímulo ao nosso trabalho e pelo tempo roubado das atividades domésticas e da diversão em família. Sem todos eles isso não teria sido possível.

# Prefácio

João Loureiro

Professor da Faculdade de Economia do Porto

Nesta breve nota, as minhas primeiras palavras vão para o Prof. José Manuel Caetano e para o Prof. Miguel Rocha de Sousa, ambos da Universidade de Évora, a quem quero expressar os meus parabéns pela iniciativa de organizarem o livro com o título *Challenges and Opportunities for Eurozone Governance*, lançado originalmente em língua inglesa pela editora Nova Science Publishers, e, agora, com uma muito oportuna versão em língua portuguesa, da editora Sílabo. De sublinhar, também, a preocupação que tiveram com a seleção de ilustres autores que, neste livro, de forma multidisciplinar, tratam um tema de grande complexidade, relevância e atualidade.

Adicionalmente, quero agradecer o simpático convite que me foi endereçado para prefaciar esta edição do livro, o que faço com todo o gosto, aproveitando para aqui deixar, de forma necessariamente breve, uma reflexão sobre o tema em análise.

O mote do livro é o que se pode designar, de forma genérica, por «crise do euro», que originalmente mais não foi do que uma crise financeira global que deu os primeiros sinais em 2007, que se converteu numa crise económica em 2009, e que, nalguns países da Área do Euro, teve como sequência crises de liquidez, por sua vez intimamente associadas a crises de dívida soberana. Com perspetivas diversificadas, os autores dos capítulos que compõem a presente obra focam as várias vertentes da «crise do euro», nomeadamente os fatores que terão estado na respetiva génese, sugerindo soluções para os problemas identificados.

Sendo a criação de uma moeda única para a Europa uma experiência sem paralelo e, em certo sentido, um passo no desconhecido, não é de estranhar que a arquitetura do euro seja um processo evolutivo, resultado de um processo de aprendizagem. De aprendizagem com situações que simplesmente não se conseguiram antecipar, mas também com erros cometidos, nomeadamente quando o voluntarismo político se sobrepôs à racionalidade económica. Sem caráter exaustivo, ilustra-se, de seguida, o que acaba de ser escrito:

- O Tratado da União Europeia (UE) que determinou a criação da União Monetária (UM) fixou um conjunto de critérios (os famosos «critérios de

convergência de Maastricht») que os Estados-membros teriam que observar para poderem aderir à moeda única. Tais critérios fazem todo sentido económico, na perspectiva da estabilidade da UM. Contudo, a sua aplicação não foi levada a sério logo na decisão sobre a vaga inicial dos países fundadores do euro, tendo sido vários os «truques» praticados e admitidos, nomeadamente no respeitante aos critérios relativos às contas públicas, com o propósito político que a UM fosse iniciada com um número relativamente alargado de países. Com o que hoje se sabe, maior rigor na verificação do cumprimento dos critérios de convergência teria impedido a entrada apressada de alguns países que acabaram por desestabilizar o euro por via da indisciplina orçamental;

- Também o Pacto de Estabilidade e Crescimento foi adotado com o objetivo de garantir que nenhum país abandonaria a disciplina orçamental depois de ter entrado na UM. Sendo pensado para garantir a estabilidade do euro, a aplicação prática do Pacto sofreu um enorme revés de credibilidade quando a Alemanha conseguiu que as regras não lhe fossem aplicadas, na sequência do défice excessivo em que incorreu em 2002. A partir daí, embora as regras orçamentais existissem formalmente, na prática deixaram de ser vinculativas, passando a ser aceite todo o tipo de artifícios para fazer de conta que as regras estavam a ser cumpridas. Contudo, mais adiante, as crises de dívida soberana de alguns países da Área do Euro acabaram por demonstrar a importância não só da existência de regras de disciplina orçamental, mas também o seu efetivo cumprimento;
- Do ponto de vista formal, os Estados-membros da UM estiveram muitos anos vinculados apenas a regras orçamentais. A realidade demonstrou, no entanto, que o enfoque sobre a solidez macroeconómica dos países do euro e, conseqüentemente, sobre a estabilidade da UM, tem que atender a outras vertentes. Na realidade, os países da UM que acabaram por solicitar socorro financeiro de último recurso foram os países que tinham crónicos desequilíbrios externos na conta corrente, os quais alimentaram a contínua degradação das respetivas Posições de Investimento Internacional;
- Em várias ocasiões, houve países que procederam à revisão dos indicadores relativos às contas públicas, sendo que das revisões resultaram valores piores dos que, originalmente, haviam sido reportados às autoridades europeias. Isso aconteceu, por exemplo, com Portugal, por duas vezes, a primeira em 2002 e a segunda em 2005. Em ambos os casos, a revisão ocorreu por solicitação de governos que acabavam de entrar em funções e que denunciaram a falta de rigor no valor dos indicadores oficiais. Em ambos os casos, a revisão foi feita pelo Banco de Portugal (entidade independente do governo), o qual concluiu que, de facto, os défices orçamentais reportados subavaliavam o verdadeiro valor dos défices orçamentais. Na Grécia ocorreu algo semelhante em 2004: quando um novo governo (tal como em Portugal, de cor partidária diferente da do executivo anterior) entrou em fun-

ções, solicitou ao Eurostat uma auditoria às contas públicas, já que considerava que as estatísticas oficiais não refletiriam a realidade. Feita a auditoria, concluiu-se que os défices históricos da Grécia eram bem superiores aos valores até então tidos como oficiais. Mais ainda, constatou-se que os valores encontrados não teriam permitido à Grécia aderir à UM em 2001, dado que não respeitavam os critérios de convergência de Maastricht. Este tipo de episódios mostrou que a responsabilidade pelas estatísticas não poderia estar nas mãos dos governos, devido ao risco de maquiagem, e que as autoridades estatísticas de cada país deveriam ser entidades independentes;

- Nas operações de cedência de liquidez por parte do BCE, as quais assentam em garantias prestadas pelos bancos comerciais, a autoridade monetária definiu que só aceitaria colaterais com *rating* de investimento atribuído pelas principais agências de notação financeira. Na prática, até 2008, de forma cega, tais agências classificaram a dívida pública de todo e qualquer país da Área do Euro como sendo de elevada qualidade. Isso levou a que o BCE aceitasse como colateral títulos emitidos por países sem disciplina orçamental e com dívidas públicas crescentes. Tivesse o BCE, atempadamente, sido criterioso na aceitação de tais títulos e, seguramente, países como a Grécia e Portugal não teriam caído nos desequilíbrios orçamentais extremos em que caíram, simplesmente porque não teriam tido quem os financiasse;
- Até à «crise do euro», os países da UM partilhavam uma moeda comum, com uma política monetária única, mas em que, por exemplo, a regulação e supervisão bancária era uma responsabilidade individual de cada Estado-membro. Só com a crise é que foi percebido e assumido que uma UM estável exige, em paralelo, a existência de uma união bancária (que inclui a vertente da supervisão, da resolução bancária e da garantia de depósitos). Caso contrário, um problema com o sistema bancário de um país específico pode-se tornar num problema para o sistema bancário do conjunto da União.

Este conjunto de exemplos ilustra a ideia que a arquitetura da UM é, necessariamente, um processo evolutivo, que vai tentando dar resposta às consequências de erros cometidos no passado, mas também a realidades que não foram antecipadas.

E uma das realidades que durante anos não foi equacionada foi a eventual saída da UM por parte de um dos seus membros. O tema só saltou para a discussão, em diversos círculos, quando a Grécia caiu numa profunda crise de liquidez em 2010. A sugestão de saída da Grécia da UM começou por ser avançada por altos responsáveis de outros países do euro e, mais tarde, foram responsáveis políticos gregos a levantar essa possibilidade como forma (ilusória!) de resolver os problemas do país. Contudo, análises mais refletidas facilmente levaram à conclusão que a saída do euro por parte de um Estado-membro poderia ter consequências de alcance imprevisível, podendo levar a novas saídas e, em última

O euro está em crise? Qual o seu futuro? O que poderá ser feito para assegurar a sua estabilidade e consolidação como instrumento de agregação da União Europeia?

Este livro, reunindo o contributo de eminentes economistas e cientistas políticos portugueses, parte da análise multidisciplinar dos impactos da crise económica e financeira de 2008 na União Monetária Europeia para diagnosticar as deficiências da arquitetura e da governação da moeda única. Colocando em evidência as lacunas estruturais deste modelo, os autores dão nota das falhas de coordenação das reações das instituições comunitárias que se revelaram incapazes de impedir o avolumar dos sinais de divergência económica e social entre os Estados-membros e a dificuldade em afirmar a credibilidade e sustentabilidade do euro.

As reações que começaram a surgir tardiamente a partir de 2012 por parte das instituições, em especial do Banco Central Europeu, permitiram corrigir falhas e restaurar alguma confiança. Mas muitos desafios persistem para consolidar uma União Económica e Monetária resiliente, em especial, completar a união bancária, aperfeiçoar o funcionamento dos mercados e melhorar a coordenação das políticas orçamentais dos Estados-membros.

Para além do diagnóstico, os autores, nos seus contributos, sugerem soluções para os desafios a ultrapassar para consolidar uma União Europeia em que os seus cidadãos encontrem motivos para com ela se quererem identificar. Decisores políticos, empresários, investidores, investigadores de ciência política e económica, e, em geral, leitores interessados nos temas da integração europeia encontrarão neste livro informação valiosa que lhes permitirá decidir de modo mais esclarecido e formar opiniões mais fundamentadas.

## EDITORES



JOSÉ CAETANO,  
Professor Associado  
com Agregação do  
Departamento de  
Economia da  
Universidade  
de Évora.



MIGUEL ROCHA  
DE SOUSA,  
Professor Auxiliar  
do Departamento  
de Economia da  
Universidade  
de Évora.

## AUTORES

Ana Gouveia  
Andreia Dionísio  
António Caleiro  
António Covas  
António Mendonça  
Carlos Vieira  
Elsa Vaz  
Isabel Camisão  
Isabel Vieira  
João Loureiro  
José Caetano  
Luís Brites Pereira  
Manuel Porto  
Miguel Rocha de Sousa  
Nuno Rico  
Paulo Ferreira  
Paulo Vila Maior  
Vítor Bento

Esta obra teve o patrocínio:

