

A SUSTENTABILIDADE DA ZONA EURO E A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

*José Renato Gonçalves**

ABSTRACT: Following the financial and economic crisis of 2007–2010, the present reform of the financial sector regulation and supervision became an important occasion to strengthen the concerned institutions in general and the banks in particular, as well as to improve confidence in the eurozone as a whole. This paper discusses the eurozone sustainability in the context of economic, financial and monetary integration inside the European Union, where the critical and available risk-sharing mechanism should come from the gradual unification of financial markets, which therefore appears to be decisive when asymmetric shocks occur in the diverse member States.

SUMÁRIO: I. A questão da (in)sustentabilidade da zona euro. II. A integração económica, financeira e monetária europeia e a ocorrência de “choques assimétricos”. III. Integração e regulação dos mercados financeiros e repartição geográfica do risco. IV. Considerações finais.

A regulação e a supervisão do sistema financeiro, em especial do subsistema bancário, visam sobretudo garantir a solidez do conjunto das instituições financeiras, designadamente através da identificação, avaliação e controlo dos diversos riscos a que todas elas se encontram expostas. No contexto da integração económica, monetária e financeira europeia e da globalização económica e financeira, com um inevitável acréscimo substancial dos riscos envolvidos, espera-se da regulação e da supervisão financeira não menos do

* Professor auxiliar da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

que uma garantia de sustentabilidade do sistema, particularmente do subsistema bancário.

Na União Europeia espera-se ainda mais da nova regulação financeira: um contributo decisivo para a sustentabilidade da própria zona euro, tal como a conhecemos, cuja viabilidade tem voltado a ser questionada com crescente intensidade desde o deflagrar da crise financeira e económica internacional de 2007-2010. Independentemente de se poder estar a exigir da nova regulação financeira muito mais do que ela pode oferecer, dada a natureza específica do sistema financeiro tal como do subsistema bancário, importa determinar em que medida este poderá ou deverá contribuir para a sustentabilidade da zona euro, no médio e no longo prazo.

Na sequência de uma abordagem geral do problema da sustentabilidade da zona euro, cada dia mais candente em face do agravamento acelerado de alguns desequilíbrios macro e micro económicos em determinados Estados membros, analisa-se o actual processo de integração económica, financeira e monetária europeia tendo em conta a ocorrência de “choques assimétricos” e procurando salientar o contributo do processo de regulação dos mercados financeiros, por estes desempenharem a importantíssima função de repartição geográfica dos riscos económicos e financeiros, provavelmente decisiva para a sustentabilidade da união monetária europeia tal como foi concebida e existe presentemente.

I. A QUESTÃO DA (IN)SUSTENTABILIDADE DA ZONA EURO

Para além de retirar, necessária e definitivamente, tanto o poder como o exercício das políticas monetária e cambial dos Estados membros, a unificação monetária europeia veio condicionar outras políticas nacionais, a começar pela política orçamental e, por via desta, as restantes políticas económicas e financeiras, incluindo aquelas que têm directamente em vista o desenvolvimento económico e social.

Compreende-se por isso que alguns políticos, economistas e outros observadores tenham vindo a acusar, primeiro o euro e a política monetária do Banco Central Europeu, ou este último apenas – a par da globalização económica e da inerente intensificação da concorrência internacional –, e, posteriormente, a grave crise financeira e económica de 2007-2010, por, alegadamente, se encontrarem na origem do fraco crescimento ou da estagnação em vários países europeus, o mesmo sendo dizer das elevadas taxas de desemprego e de quase todos os restantes grandes males que têm atingido,

dir-se-ia (sem rigor) indiscriminadamente, as várias economias europeias ao longo dos últimos anos, desde a criação da moeda única em 1 de Janeiro de 1999¹.

Nesse sentido, poder-se-ia admitir até um abandono inopinado da união monetária europeia, não previsto pelos Tratados europeus, o que seria extremamente gravoso tanto para o país que o adoptasse como para o conjunto dos Estados que formam a união monetária e para a própria União Europeia – mesmo que o Estado em causa não fosse um dos de maior dimensão. A concretizar-se essa hipótese, que pelo menos teoricamente não deve ser afastada, os choques financeiros e económicos que daí inevitavelmente resultariam seriam sem qualquer dúvida muito profundos, embora dependentes das circunstâncias concretas e da situação estrutural da economia em causa. Em face disso, e desde o momento em que foi concebida a zona euro, tantos

1 Por exemplo, em França, os principais candidatos às eleições presidenciais de 2007, independentemente da respectiva área política, não hesitaram em apontar responsabilidades ao BCE e ao seu presidente, Jean Claude Trichet, antigo governador do *Banque de France*, contestando assim ora a adequação da independência do banco central em si ora a sua completa irresponsabilidade quanto às políticas que define e executa, por não estar sujeito a qualquer modalidade de controlo democrático, tanto pelos representantes do povo directamente eleitos como pelos titulares de um “governo económico”, que, no mínimo, dispõem do direito de debater a política monetária adoptada e a adoptar e de interpelar os seus decisores e executores. Antes disso, o ministro dos assuntos económicos de Itália, Giulio Tremonti, não se cansara de culpar, repetidamente, a moeda única pelos problemas que atingiram a economia do seu país. Outros dois ministros italianos, Roberto Calderoli e Roberto Moroni, foram ainda mais longe, defendendo o próprio abandono da união monetária europeia. Em entrevista ao jornal *La Repubblica*, de 6 de Junho de 2005, o ministro italiano das reformas, Roberto Calderoli, sustentou a reinstauração da antiga moeda nacional, a lira, indexada ao dólar dos Estados Unidos da América, e criticou a Comissão Europeia por se preparar para o lançamento de um procedimento por défice excessivo ao seu país (o que efectivamente aconteceria poucas semanas depois, em relação à Itália e também a Portugal). Poucos dias antes, outro ministro do governo italiano de coligação, Roberto Moroni, também pertencente ao movimento populista e anti-europeu “Liga do Norte”, afirmara que o país deveria equacionar o abandono temporário da união monetária e optar pela dupla circulação com a lira, declarações que contribuíram para uma queda acentuada da moeda única nos mercados, apesar de, pouco tempo depois, em Bruxelas, o porta-voz do comissário dos assuntos económicos e monetários ter enfatizado que “o euro é para sempre”. No dia 8 de Junho do mesmo ano, o ministro das Finanças transalpino, Domenico Siniscalco, emitiu um comunicado no qual considerava que a saída da união monetária “não faz qualquer sentido”.

Embora não isoladas, e com repercussão nos vários Estados membros, aquelas afirmações distinguiam-se sobretudo pela clareza (pretensão de sair da união monetária) e pelo estatuto de quem as produzira (membro de um governo de um Estado fundador das Comunidades, agora União Europeia, e da zona euro). Outras afirmações críticas em relação ao BCE (em especial quanto à sua independência) e à política monetária por ele prosseguida dimanaram de numerosos responsáveis políticos de vários Estados membros (da França, do Luxemburgo, de Portugal...), inconformados perante os efeitos “prejudiciais” para as economias nacionais e a ausência de um controlo “democrático” sobre o BCE. Ao contrário do que sucedia com a actuação da Reserva Federal dos Estados Unidos da América, o BCE encontrava-se “obcecado” com a estabilidade da moeda única, desprezando por completo o objectivo do crescimento económico. Cfr. Banco Central Europeu, 2006: 61 e ss.; Gonçalves, 2006; Gonçalves, 2009; Alesina & Giavazzi, 2006: 143 e ss.; Afonso & Claeys, 2006; Wyplosz, 2006: 209 e ss.; Tang (coord.), 2000; Baimbridge, Burkitt & Whyman (coords.), 2000; Commissariat Général du Plan (ed.), 1999; Rosa, 1999: esp. 89 e ss.; Lafay, 1997: 111 e ss.; Johnson, 1996.

insistiram em alertar os Estados participantes para as alterações substanciais, decorrentes da unificação monetária, sobre todos os instrumentos nacionais e comunitários europeus de política económica, a começar pela política orçamental dos Estados membros, o mesmo sendo dizer, de toda a actividade dos governos (e outros entes públicos) nacionais.

A unificação monetária de 1999 tratou-se, sem qualquer dúvida, de um dos passos mais marcantes da história económica do “velho continente”. Para os “euroentusiastas acríticos”, sempre foi considerada como uma espécie de bênção da qual teria de resultar uma aproximação crescente entre todas as políticas dos Estados membros. De uma promessa de maior coordenação entre políticas económicas, relacionadas ou não com a unificação monetária, haveriam de emergir inevitavelmente vantagens e um maior grau de coesão económica e social entre todos os povos envolvidos.

Outros, mais cautelosos, preferiram salientar que a moeda única impulsio-naria a concorrência, mas também exigia a adopção concomitante de reformas estruturais sem as quais não se poderia alcançar um crescimento robusto e sustentável, visto que os velhos e artificiosos instrumentos de desvalorização competitiva e outros de ordem monetária, apesar de muito eficazes no curto prazo, jamais poderiam ser actuados. Alguns “mais pessimistas” advertiram ainda contra a perda de um instrumento flexível de política económica sem contrapartida minimamente comparável no domínio das políticas estruturais, particularmente úteis nos Estados com níveis inferiores de desenvolvimento económico e social².

2 Do ponto de vista puramente económico, também se costuma contrapor uma corrente “optimista” a outra “pessimista”, consoante o peso atribuído às vantagens e aos riscos do processo de unificação monetária. A corrente “optimista” lembra o exemplo dos Estados Unidos da América, onde não se registou qualquer pressão regional para o regresso às moedas antigas (regionais). Mas aí, a unidade política era muito maior, tendo-se consolidado várias décadas antes da unificação monetária. Para os “pessimistas”, seria de prever que, perante uma situação recessiva, as assimetrias ou desequilíbrios nacionais e regionais e a vontade de recorrer ao instrumento das desvalorizações competitivas pudessem conduzir a um agravamento das tensões entre Estados membros, capazes de pôr em risco os acordos monetários em que assenta o euro. Alguns autores, entre os quais Martin, Feldstein e Milton Friedman, admitiram mesmo que a adopção do euro viesse a intensificar os conflitos políticos europeus, até aumentar as probabilidades de confrontos armados.

Os benefícios da unificação monetária são muitos, imediatos e conhecidos (incluindo facilidades comerciais, ausência de custos de conversão monetária ou risco cambial, transparência dos preços através das fronteiras, maior concorrência, estabilidade dos preços e impossibilidade de desvalorizações competitivas). Em 1999, as taxas de juro caíram imediatamente, beneficiando especialmente os grandes devedores, como o Estado italiano (cujo volume de dívida rondava, na altura, 120% do PIB). A eliminação do risco de desvalorização inerente à lira italiana e a outras moedas, como o escudo português e a peseta espanhola, representou o maior factor de melhoria das finanças públicas destes países. Para Itália, Portugal, Espanha e Grécia, a admissão na zona do euro simbolizou a entrada num clube de países com políticas macroeco-

O processo de unificação monetária europeia resultou da conjugação de vários interesses, como seria expectável, e contribuiu para dar um forte impulso à integração económica, mesmo que esta nem sempre seja clara. Daí o progresso assinalável do mercado único de bens e serviços, incluindo o dos serviços financeiros. No entanto, enquanto a Comissão Europeia promovia uma maior integração nos mais diversos domínios com o objectivo de consolidação do euro, alguns governos nacionais não hesitaram em dificultar ou atrasar esse desiderato, quando julgaram que estavam em jogo interesses próprios do país.

A ambição por uma maior coordenação das políticas financeiras nacionais terá sido provavelmente exagerada em Bruxelas e noutras capitais europeias, tornando-se por vezes difícil de compreender ou mesmo contraproducente – como em 2002, quando a Irlanda foi censurada pelo Conselho pelos efeitos inflacionistas do corte do seu excedente orçamental de 0,2% do PIB. Na medida em que a política monetária é única em toda a zona euro, implicando necessariamente a perda dos poderes monetários ao nível nacional, compreender-se-ia que aos governos de cada Estado participante fosse reconhecida uma maior margem de acção no domínio financeiro, de modo a que aqueles poderes se mantivessem, ou não fossem mais restringidos, para poderem ser utilizados sendo caso disso.

Em vez de uma menor flexibilidade financeira dos governos nacionais, seria certamente preferível o alargamento da margem de actuação com o fim de não prejudicar a adopção atempada das medidas necessárias para solucionar os problemas que surgissem. Em vez de uma crescente uniformização de regras financeiras igualmente aplicáveis a todos os Estados membros, a coe-

nómicas respeitáveis. A rejeição na zona euro poderia aumentar ainda mais as taxas de juro e os défices “catapultando provavelmente a Itália para uma situação de incumprimento da sua dívida pública», com “fortes implicações negativas” não apenas para a estabilidade financeira italiana como para toda a Europa (Alesina & Giavazzi).

Também os custos da unificação monetária se encontram identificados: perda de independência na definição da política monetária interna e das taxas de câmbio, poderes atribuídos a uma autoridade comum (o BCE), que ponderará a média das variáveis macroeconómicas de toda a zona monetária e não apenas a situação económica concreta de um ou de outro Estado membro. Deixa, assim, de ser possível a condução de uma política monetária mais ou menos expansionista em função do menor crescimento económico de uma dada economia nacional ou de um “sobreaquecimento” da mesma. Por isso, quem considere a política monetária como instrumento adequado para procurar o *fine-tuning* da economia não deixará de entender a substituição da moeda nacional pelo euro como um problema. Para além das referências da nota anterior, cfr. Burstein, Eichenbaum & Rebelo, 2005: 742 e ss.; Pitta e Cunha, 1999; Ferreira do Amaral, 2002.

são económica e social da União – entre outros objectivos – exigiria o reconhecimento de uma certa flexibilidade dos poderes orçamentais nacionais³.

A previsão “euro-optimista” (passe o qualificativo excessivamente simplista e impreciso), segundo a qual a perda das políticas monetárias nacionais conduziria os governos de cada Estado participante a avançarem com as imprescindíveis reformas estruturais, não se concretizou, pelo menos até agora, em vários Estados membros. Se se tivesse optado antes pela flexibilização do funcionamento dos mercados e consequente estímulo da concorrência, as economias europeias provavelmente responderiam melhor e com maior celeridade aos desafios concretos ou choques negativos que se lhes têm deparado.

Alguns Estados membros reviram as respectivas legislações laborais – foi o caso da Dinamarca, da Suécia e da Alemanha –, enquanto noutros as alterações não foram tão longe ou seguiram vias e finalidades ambíguas ou erróneas (ora restringindo e mantendo restrições sem fundamento bastante, ora diferenciando onde não se deveria ou só muito dificilmente se poderia fazer). Muitas das reformas estruturais concretizadas na Europa, incluindo na área dos serviços, desde o sector financeiro ao gás e à electricidade, “desa-

3 A unificação monetária não exigiria um “governo económico” ou “financeiro” da zona euro, no sentido de um conjunto de regras de política económica e financeira a cumprir rigorosamente pelos Estados membros, a menos que essas regras se restringissem fundamentalmente ao assegurar do equilíbrio no período cíclico e a estratégias comuns no quadro da política económica e monetária, para além de ditames de rigor, de transparência e de controlo de execução. Sem cedências à falta de sustentabilidade, importaria que se consagrasse um sistema orçamental mais flexível e menos rígido para os Estados, libertando-lhes as mãos – e não as atando – para poderem responder pronta e eficazmente aos desafios particulares que se deparassem. Em 2002, prolongaram-se negociações com a Irlanda sobre a situação das finanças públicas. O orçamento irlandês era, na altura, um dos mais sólidos da Europa. O país registava um excedente orçamental e a dívida pública tinha caído para cerca do 60% do PIB, quando quinze anos atrás rondara os 120%. No entanto, foi advertida pelo Conselho, que decidiu instaurar um procedimento para aplicação de sanções por infracção das regras de equilíbrio orçamental, por redução do excedente previsto em 0,2% do PIB, pelos efeitos inflacionistas que poderia produzir. Apesar da violação de regras comunitárias atinentes ao controlo do défice orçamental, não deixava de ser difícil justificar a aplicação de sanções a um país simplesmente pela quebra do seu excedente em 0,2% do PIB, montante relativamente diminuto, não afastado sequer por eventuais erros de contabilização. Outro aspecto interessante respeitava aos países presentes no Conselho, órgão responsável pela abertura do procedimento destinado à aplicação de sanções, a começar pela Itália, na altura com um défice “previsto” de 2% do PIB e com um endividamento próximo de 120% do PIB, e Portugal, com um défice previsto muito diminuto, em 2001, mas que depois se comprovaria, após uma avaliação levada a cabo pelo Banco de Portugal, ter sido muito superior ao admitido, justificando a abertura do primeiro procedimento por défice excessivo em 2002. Outro aspecto “cómico”, notado por alguns observadores, respeita à precisão terminológica utilizada pelo Conselho sobre os efeitos previsíveis dos impostos e das despesas públicas sobre a inflação, como se estivessem em jogo leis naturais. Estas percepções erróneas do real poderiam indiciar um problema mais grave de política económica europeia: supor-se que os responsáveis “soubessem exactamente o que causa o quê, quando, e em que medida” (Alesina & Giavazzi). Cfr. Afonso, 2006; Constâncio, 2005; Alesina & Giavazzi, 2006: 139 e ss.; FMI, 2006-2010, *Country Report. Article IV Consultation. Portugal*.

pontaram”, porque “excessivamente lentas e demasiado tímidas” (Alesina & Giavazzi). O fraco impulso reformista do lado da oferta seria a causa principal, de acordo com vários autores, das dificuldades que voltaram a atingir uma parte muito significativa das economias europeias no primeiro decénio do século XXI⁴.

Obviamente, importa confrontar as vantagens e os custos decorrentes da participação numa união monetária para se concluir em que medida um país poderá ganhar e/ou perder, do ponto de vista do bem-estar económico e social, com a participação numa união monetária. Conforme é conhecido e se notou, a ponderação das perdas e dos benefícios resultantes de uma unificação monetária dependerá, fundamentalmente, do juízo sobre a adequação do instrumento cambial e monetário para a correcção dos desequilíbrios económicos e financeiros que ocorram entre os países ou partes territoriais de um conjunto mais vasto, e, eventualmente, da sua substituição por outros instrumentos financeiros⁵.

4 É certo que a unificação monetária aumentou as dificuldades nos países que não quiseram ou não puderam introduzir as reformas necessárias à ocorrência do crescimento económico, ao vedar o caminho tradicionalmente utilizado para estimular as exportações nacionais, ou seja, as desvalorizações competitivas. Mas, como se verá, estas não passariam a estímulos temporários, só podendo funcionar como uma espécie de estímulo de “último recurso”. Ultrapassado o seu efeito inicial, o problema aparentemente solucionado regressava, exigindo sempre “mais do mesmo” ou então outro “remédio”, duradouro. A impossibilidade do recurso às desvalorizações poderia contribuir precisamente para a procura de soluções mais sólidas, de médio e de longo prazo, assentes nas reformas estruturais “necessárias”. Todavia, decorridos oito anos sobre a introdução do euro, os resultados das reformas concretizadas nos diversos Estados participantes na zona euro afiguram-se muito díspares. Enquanto em alguns se procurou efectivamente reformar a economia, para melhor poder enfrentar a concorrência mundial, noutros países as perspectivas mantiveram-se pouco auspiciosas. Em Portugal, em Itália, na França e noutros Estados, a perda de competitividade em relação ao exterior era um facto. A expansão económica que acompanhou a entrada na zona do euro, alimentada sobretudo pela grande queda dos juros, levou a que os salários portugueses crescessem entre 1999 e 2005 cerca de 30%. Apesar de esta subida ser absorvida em 2/3 pela inflação, mesmo assim os salários cresceram em termos reais quase 10%. A subida real dos salários transmitiu-se para o aumento dos custos laborais unitários (em 29%), não encontrando compensação no crescimento da produtividade. Em Itália, a evolução não foi muito melhor (os salários nominais cresceram 21%, os custos unitários laborais aumentaram 18% e os salários reais subiram 3,2%). Consequentemente, as exportações caíram. Neste contexto, a “China” tornou-se a causa de todos os males económicos, em vários países. Nos Estados membros cujos custos laborais cresceram muito menos (3,4% em custos unitários laborais, durante o mesmo período, na Alemanha), as exportações conseguiram aumentar, até para a China. Como poderão aqueles países sair dos problemas apontados? A solução passará, simplesmente, pela eventual saída do euro? Cfr. também Benalal, Hoyo, Pierluigi & Vidalis, 2006; FMI, 2006-2010, *Country Report. Portugal*.

5 O ponto de intersecção dos custos e benefícios emergentes da participação de um país numa união monetária determina o “nível crítico” de abertura económica. A maior ou menor abertura ao exterior pode ser medida a partir do peso das exportações e das importações na produção total. Quando foram criados o euro e a zona euro, as importações e as exportações intra-União dos (então) 15 Estados membros representavam, globalmente, uma percentagem entre os 14 e os 15% do PIB a preços de mercado. Contudo, enquanto na Bélgica e no Luxemburgo as exportações e as importações ultrapassavam os 40% do produto,

Poder-se-ia supor que a relação entre os custos e os benefícios de uma união monetária, após a data da sua criação e entrada em funcionamento, se tornara questão “meramente académica” ou histórica. Todavia, não é despidendo apurar se os benefícios da unificação monetária compensam os custos, para os países que a integram. Mesmo quando se suspeite apenas que os custos da unificação poderão ultrapassar os benefícios, nada impede que algum ou alguns dos Estados participantes – através dos respectivos governantes ou

e eram também elevadas na Irlanda (45,7% de exportações e 27,8% de importações), na Holanda (32% de exportações e 24,9% de importações), em Portugal (19,4% de exportações e 25,5% de importações), na Suécia (18,4% e 17%, respectivamente), na Finlândia (16,9% e 14,3%, respectivamente) e na Dinamarca (16,3% e 16,6%, respectivamente), nos restantes Estados a abertura era muito inferior: as exportações representavam apenas 5,7% do produto nacional na Grécia (atingindo as importações 16,1%), 11% em Itália (correspondendo as importações a 10%), 11,7% em França (11,1% quanto às importações), 12,2% em Espanha (representando as importações 13,7%), 12,7% na Alemanha (atingindo as importações 10,9%), 12,8% no Reino Unido (as importações representavam 13,3% do produto) e 14,3% na Áustria (cujas importações equivaliam a 21,6% do produto). Para além da divergência no grau de abertura de cada uma das economias, o mesmo se verificava com a relação entre o peso das importações e das exportações – em alguns casos os desequilíbrios eram muito acentuados (especialmente na Grécia, em Portugal e na Áustria, em défice, e, com excedentes, a Irlanda e a Holanda).

Para os países com maior abertura económica, a avaliação custo-benefício demonstraria provavelmente vantagens líquidas decorrentes da participação na UEM, pelo menos em relação à Irlanda e aos países do Benelux. Aceitava-se que a Alemanha e a França, conjuntamente com os países do Benelux, formariam já uma área monetária óptima. Dado que os dois grandes países centrais continuavam a registar baixos graus de abertura no quadro da União Europeia, outros Estados membros, incluindo a maior parte dos situados no sul, também poderiam associar-se à mesma área – a menos que esse aspecto fosse contrariado por outros, como o grau de flexibilidade de instrumentos de ajustamento ou o grau de assimetria dos choques económicos. Decorridos poucos anos sobre a criação do euro e da zona euro, o nível das exportações e das importações intra-União evoluiu embora continuasse muito diversificado. Em 2003, as exportações intra-União representavam 58% na Bélgica e no Luxemburgo, 51% na Eslováquia, 42% na Estónia, 41% na República Checa e na Hungria e 38% em Malta e na Irlanda, mas apenas 3,4% na Grécia, 6,4% em Chipre, 9,5% no Reino Unido, 10,5% em Itália, 12,5% em França e 13,3% em Espanha. As exportações alemãs intra-europeias representavam no mesmo ano 16% e as finlandesas e portuguesas cerca de 17%, as dinamarquesas e as austríacas cerca de 20%, as suecas 21%, as polacas 22%, as da Letónia 26% e as holandesas e da Lituânia pouco mais de 32%.

Para os países com um grau elevado de abertura comercial relativamente aos seus parceiros, o cálculo custo-benefício revelará provavelmente benefícios líquidos da participação na união monetária europeia (no Benelux, na Irlanda e em alguns novos Estados membros, como a República Checa, a Eslováquia, a Estónia, a Hungria e a Eslovénia). Alguns dos novos Estados membros encontram-se tão bem ou melhor integrados no conjunto comunitário, do ponto de vista comercial, do que os Estados membros mais antigos. No final da tabela encontram-se países como a Grécia, Chipre e o Reino Unido, que dificilmente poderão ser considerados partes de uma mesma “área monetária óptima”. A unificação monetária estimula o comércio e a abertura ao exterior, graças à redução de custos e às facilidades de transacção introduzidas, como notou Mundell. Para além de consolidarem esta percepção e de ensaiarem a sua quantificação, diversos estudos posteriores sustentaram que a unificação monetária promove a abertura dos países participantes com outros, não participantes. De acordo com Frankel & Rose, nada indicia que a criação de comércio entre os membros de uma união monetária tenha por efeito a eliminação de fluxos comerciais com não membros. A criação global de comércio poderá ter atingido os 300% (segundo as estimativas de Rose) com as experiências de unificação monetária do pós guerra, tendo por consequência o aumento do rendimento. Cfr. Grauwe, 2005: 85 e ss.; Micco, Stein & Ordoñez, 2003: 317 e ss.; Frankel & Rose, 2002: 437-466; Rose, 2000: 7 e ss.; Banco Central Europeu, 2006: 61 e ss.; FMI 2006-2010.

de outros intervenientes políticos, económicos e sociais – manifestem a sua insatisfação relativamente à política monetária única, ou aos agentes que a executam, e, porventura, também em relação à própria união monetária e, por fim, quanto à subsistência desta.

A insatisfação de um ou mais dos Estados participantes não só contribuirá para pressionar a actuação do banco central (comum e único) – que, incapaz de atender à diversidade de condições económicas nacionais, correrá o risco de “paralisa” – como se poderá projectar nos países candidatos à participação na união monetária, evidenciando sobretudo os custos exigidos. Em relação aos países que optem por não aderir à união monetária, põe-se ainda a questão crucial do cálculo do que perdem ou perderão e/ou do que ganham ou ganharão, tanto do ponto de vista económico e social como político, com a opção de “isolamento” monetário⁶.

A construção tradicional da teoria das áreas monetárias óptimas, desenvolvida por Mundell & McKinnon, acentua o peso dos custos inerentes à participação numa união monetária. Esse pessimismo intrínseco poder-se-á não justificar, em grande medida, se a aptidão do instrumento cambial para absorver os choques assimétricos for mais fraca do que se costumava assinalar no passado e se, nesse contexto, os países que mantêm políticas monetárias e cambiais independentes virem as alterações das taxas de câmbio como fonte

6 As críticas dirigidas à política monetária comum podem não ter por pressuposto uma concepção segundo a qual os custos da unificação monetária superam os respectivos benefícios. Após a criação do euro e da zona euro, diversos chefes de governo dos Estados que já integravam a união monetária europeia, incluindo a Alemanha, a França e Portugal, manifestaram-se publicamente no sentido de o Banco Central Europeu não proceder à subida (mas à redução) das suas taxas de juro de referência, a fim de “não prejudicar” o “crescimento económico” ou a “retoma” do crescimento. Embora pressupondo os “custos” (ou as implicações) da unificação monetária – e, designadamente, a impossibilidade de prosseguir uma política monetária diferenciada, por países ou regiões, em função das suas particularidades próprias –, não se afirmava que os mesmos ultrapassariam os benefícios. Sem prejuízo de numerosas resistências, de ordem política e de outras ordens, em relação à prevalência “inquestionável” dos benefícios sobre os custos da unificação monetária, esta questão só foi colocada mais tarde por alguns responsáveis governamentais de um Estado membro, a Itália, perante a persistente perda de competitividade do sector exportador nacional. Em outros Estados, como o Reino Unido, a Dinamarca e a Suécia, as divergências tinham-se acentuado até ao ponto de determinarem a decisão de não participação na união monetária europeia, pelo menos na sua fase inicial. Nos novos Estados membros da União, o debate variou muito com os países. Alguns solicitaram a sua adesão logo que conseguiram preencher as exigências de convergência, outros afirmaram pretender avançar primeiro no campo da convergência real (*vd. supra*). Independentemente do impacto quantitativo da unificação monetária, em termos de criação de comércio, importará indagar o que estarão a perder os países não participantes – Reino Unido, Suécia e Dinamarca, por decisão própria, e, após 2004, os novos Estados membros da União Europeia. Atendendo apenas aos efeitos sobre a criação de comércio, que não são os únicos relevantes, os Estados membros que ainda não participam na união monetária deveriam optar, quanto antes, por essa participação. Cfr., para além das referências anteriores, Benalal, Hoyo, Pierluigi & Vidalis, 2006.

de instabilidade macro-económica em vez de instrumento de estabilização. Aliás, a própria volatilidade das taxas de câmbio pode causar “choques assimétricos” significativos nos países que optem por manter as suas próprias moedas e políticas monetárias. Supõe-se, incorrectamente, que os Estados com moeda e política monetária próprias prosseguem, ou prosseguiriam, políticas económicas (maxime monetárias e orçamentais) equilibradas e sustentáveis, o que a história não comprova minimamente, como revelam tantos exemplos, alguns deles muito recentes⁷.

Enquanto os custos da participação numa união monetária dependem sobretudo do modo como é conduzida a política macro-económica (ou as políticas) de um país, em consequência da eliminação ou do estreitamento dos instrumentos de intervenção pública no domínio cambial e monetário, os benefícios da moeda única situam-se fundamentalmente no plano micro-económico (embora não apenas neste, como há pouco se observou). Referiu-

7 Para além das alterações da taxa de câmbio não produzirem, em regra, efeitos permanentes sobre a produção e o desemprego, como se observará a seguir, nem sequer resultam, em geral, de decisões livres dos políticos – sob pena de os custos se tornarem demasiado pesados e insustentáveis. Isto não significa, por si, o afastamento da construção tradicional da “teoria das áreas monetárias óptimas”, que se manterá no essencial, mas dependente dos seus pontos de partida, incluindo a pressuposição de que as políticas económicas nacionais (*maxime* monetárias e orçamentais) serão sempre “racionais” e sustentáveis, o que a história não tem comprovado em numerosos casos, alguns citados. Daí os esforços de estabilização monetária ao nível internacional, sobretudo, nos últimos sessenta anos, no âmbito do Fundo Monetário Internacional. Por outro lado, o acto de unificação monetária não faz desaparecer, automaticamente, diferenças estruturais importantes entre os Estados participantes, que, se existiam, continuarão certamente a existir, durante longo tempo, como ilustra o exemplo dos Estados Unidos da América. Grande parte dessas diferenças tem origem e natureza de ordem política, jurídica e institucional, incluindo a regulação do mercado do trabalho e das suas diversas instituições típicas, do mercado financeiro e dos outros mercados, da tributação, etc., ainda muito divergentes de Estado para Estado, sem prejuízo dos esforços de aproximação por força da globalização dos mercados.

A amplitude das áreas já atingidas pelo processo de integração europeia não afastou, por enquanto, do domínio exclusivo dos Estados membros certos domínios, incluindo grande parte dos regimes laboral, dos mercados financeiros, dos direitos reais, etc. Conforme se referiu, os governos nacionais continuam a ter sistemas fiscais próprios (sem prejuízo da harmonização de certos tributos e de alguns regimes, como o IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado –, e de alguns aspectos da tributação dos lucros de sociedades) e a prosseguir diferentes políticas de despesas (sem prejuízo dos compromissos comunitários atinentes ao controlo dos défices excessivos e de outros indicadores financeiros, como a dívida pública). A eliminação, mais ou menos gradual, destas divergências, nacionais e regionais, por efeito da unificação monetária, não será completa, pelo menos no curto ou médio prazos. Essas diferenças espaciais, que se têm mantido, produzirão efeitos díspares na produção nacional e nos preços, exigindo ajustamentos, imediatamente “mais difíceis”, sem recurso ao instrumento cambial. Trata-se, neste sentido, de um custo decorrente da unificação monetária, a ponderar pelos países no momento da avaliação dos efeitos da sua participação na união monetária. No entanto, o risco de custos elevados de ajustamento face a distúrbios assimétricos poderá diminuir, como se verá, através da flexibilização dos mercados ou então através do aprofundamento do processo de integração política, permitindo a redução dos particularismos nacionais e, por essa via, das probabilidades de ocorrência de “choques assimétricos”. Cfr. Mundell, 1961; Mundell, 1973; McKinnon, 1963; McKinnon, 2001; Kenen, 1969.

se que a substituição definitiva das moedas nacionais por uma moeda única comum proporciona ganhos de eficiência essencialmente decorrentes da eliminação dos custos de transacção associados ao câmbio da moeda própria por divisas e à eliminação do risco emergente da incerteza em torno das alterações futuras das taxas de câmbio.

A redução ou a eliminação do risco cambial não implica, no entanto, uma redução do “risco sistémico” da união monetária, nem do “risco sistémico” do sistema financeiro e, em particular, do sistema bancário. Pelo contrário, esses riscos aumentam, desde logo em função da escala. A participação numa união monetária pode significar uma melhoria do ponto de vista macro-económico para os Estados habituados a más práticas de políticas económicas (nos domínios monetário e cambial, devido a outros desequilíbrios, com projecção orçamental), normalmente responsáveis por taxas de inflação e por défices públicos elevados, difíceis de sustentar no médio ou no longo prazo, ou, no caso de se acumularem ano após ano, mesmo insustentáveis – situação em que se encontra presentemente a Grécia e, com diversas particularidades, outros países do sul da Europa, correntemente identificados pelo acrónimo formado pelas respectivas iniciais, em inglês: PI(I)GS (P de Portugal, I de Itália e / ou de Irlanda, G de Grécia e S de Espanha / Spain)⁸.

Numa óptica dita “mais monetarista”⁹, considerou-se tanto inapropriada como ineficaz a utilização do instrumento cambial tendo em vista a correcção de “choques assimétricos”, permanentes ou temporários. Nessa óptica, mesmo

8 Uma moeda comum oferece várias vantagens, entre as quais a redução dos custos de transacção, directos e indirectos, ao estimular a integração económica num espaço mais alargado. Ao reduzir a instabilidade dos preços, a moeda comum também favorece a eficiência de alocação de recursos do mecanismo dos preços, aumentando assim o bem-estar económico (sem prejuízo deste ser de cálculo quantitativo difícil). É, no entanto, controverso se o declínio no risco cambial implicará uma redução do risco sistémico da união monetária. A maior transparência dos preços graças à utilização de uma moeda comum contribui para a intensificação da concorrência, com vantagens para os consumidores, mesmo que a fonte das vantagens não seja o reforço da transparência dos preços mas a própria existência da moeda comum que estimula a integração em outras áreas (financeira, institucional, política), intensificando a concorrência e os ganhos gerais em termos de bem-estar. Acresce que, se a nova moeda comum se tornar uma verdadeira moeda global, poderão ser alcançados outros benefícios em forma de rendimentos governamentais e em termos de expansão da indústria financeira da união. Conforme se referiu, a análise dos dados estatísticos aponta ainda vantagens claras na criação de fluxos de comércio no interior da união, sem prejuízo da controvérsia sobre a sua quantificação. Cfr. Grauwe, 2005: 65 e ss.; Micco, Stein & Ordoñez, 2003: 317 e ss.; Frenkel, Nickel & Schmidt, 2002; Frankel & Rose, 2002: 437 e ss.; Persson, 2001: 435 e ss.; Cavaco Silva, 1999: 23 e ss.; Pitta e Cunha, 1999; Eichengreen, 1997: 51 e ss.; Sousa Franco, 1996: 21 e ss.; Goodhart, 1995; Emerson, Gros, Pisani-Ferry, Italianer & Reichenbach, 1991; Comissão Europeia, 1990.

9 As aspas justificam-se aqui pela clara imprecisão das designações, em larga medida superadas, apesar de continuarem a ser correntemente muito utilizadas.

que se tratasse de instrumento eficaz, os efeitos mais prováveis seriam sempre nocivos. De acordo com o entendimento perfilhado pela Comissão Europeia num conhecido e muito citado relatório de 1990 (One Market, One Money), os Estados membros só retirariam vantagens económicas e financeiras com a decisão de participar na união monetária, ligando as paridades das respectivas moedas nacionais.

Noutra óptica, de inspiração “mais keynesiana”, salientou-se que, na medida em que o mundo “está cheio de situações rígidas” (maxime, em matéria de salários e de preços e de legislação laboral), a taxa de câmbio continuaria a funcionar como um poderoso instrumento de absorção de “choques assimétricos”. Sendo assim, muito menos países retirariam vantagens da participação numa união monetária. Do ponto de vista puramente económico, não seria de excluir uma hipotética divisão dos países de maiores dimensões em diferentes regiões ou zonas monetárias. Conforme se viu, a perspectiva “monetarista” ganhou gradualmente mais aderentes, sobretudo desde o começo dos anos oitenta, o que em parte explica a razão pela qual se projectou e concretizou a actual União Económica e Monetária europeia, desde o final dos anos oitenta e durante os anos noventa até ao presente¹⁰.

Para além da ponderação dos custos e dos benefícios globais da participação de um país numa união monetária, importa analisar em que termos essa opção política se projecta nos vários sectores e actividades da economia e, sobretudo, nos diferentes espaços económicos e políticos (maxime Estados membros, mas sem excluir outras divisões territoriais) da área abrangida. Por outras palavras: quais são os reais efeitos territoriais diferenciados, maxime nacionais, da unificação monetária europeia? Na medida em que os Estados que participam na união monetária europeia tiveram de enfrentar e têm de

10 A discussão em torno desta temática, tal como se viu antes, tem incidido sobretudo no apuramento da natureza da união monetária europeia como área monetária óptima. A inclusão de cada um dos Estados membros da União numa área monetária óptima depende de diversas circunstâncias, sustentando-se que até os países com um grau reduzido de abertura económica poderiam beneficiar da participação numa união monetária. Esta decisão por países com uma história de elevadas taxas de inflação, como Itália, Portugal ou Grécia, pode ter assentado nas vantagens esperadas da disciplina e da credibilidade financeiras. Apesar do reduzido grau de abertura comercial da Itália ou da Grécia, as respectivas autoridades não consideraram especialmente custosa a perda do instrumento cambial, tendo por isso decidido participar na união monetária, acreditando que assim obteriam vantagens emergentes das novas políticas monetária e cambial comuns. Do ponto de vista “monetarista”, as vantagens da participação numa união monetária superam sempre os custos daí decorrentes, mesmo no caso de países com um grau de abertura comercial muito baixo, por se afastarem as más políticas anteriores (*vd. supra*). Cfr. Constâncio, 2005; Grauwe, 2005: 85 e ss.; Cavaco Silva, 1999: 23 e ss.; Sousa Franco, 1996: 21 e ss.; Amato & outros, 1994; Banco Central Europeu, 2006: 61 e ss.; Emerson, Gros, Pisani-Ferry, Italianer & Reichenbach, 1991; Comissão Europeia, 1990.

continuar a enfrentar dificuldades de adaptação às novas exigências e às realidades, de ordem não exclusiva ou predominantemente monetária – também de ordem económica, de ordem orçamental e de ordem política –, importará apurar se a não superação dessas dificuldades poderá, porventura, ter de passar, em última instância, pela saída da união monetária – facto que não deixaria de representar um forte revés para a ainda jovem zona euro.

II. A INTEGRAÇÃO ECONÓMICA, FINANCEIRA E MONETÁRIA EUROPEIA E A OCORRÊNCIA DE “CHOQUES ASSIMÉTRICOS”

Entre as circunstâncias que podem determinar o êxito ou o insucesso das uniões monetárias, e para além do grau de flexibilidade do mercado de trabalho e dos custos inerentes ao seu funcionamento (que não podem ser desenvolvidas aqui), encontramos os designados “choques assimétricos”, que ocorrem com frequência e intensidade muito variáveis. Quando e na medida em que um ou alguns Estados participantes numa união monetária – v. g., os designados PI(I)GS – for(em) afectado(s) de modo divergente por “choques” da oferta ou da procura, em função das especificidades das suas estruturas económicas e sociais, incluindo as jurídicas e institucionais, entre outros factores “próprios” (no sentido de distintos dos que existem em outros Estados), os custos daí resultantes, consoante a sua dimensão, hão-de dificultar a acção das políticas destinadas a ultrapassar os desafios que se de parem. Simplesmente, ocorre um choque (“negativo”) da procura, como referiu Mundell, quando um produto (ou conjunto de produtos) de um país perde posição nos mercados em benefício de produto(s) proveniente(s) de outro(s) país(es)¹¹.

11 O contributo de Robert Mundell para a teoria das “áreas monetárias óptimas” foi um dos mais relevantes, motivando a atribuição do prémio Nobel da Economia em 1999, quando era já considerado um dos “pais” da união monetária europeia. Esta qualificação pode surpreender, se atendermos ao significado do estudo do autor, com enorme impacto sobre o tema, “A theory of optimal currency areas”, de 1961, que abriu caminho a uma análise aprofundada sobre os custos e benefícios das uniões monetárias. Embora, na altura, tenha colocado em dúvida o sucesso de uma unificação monetária no continente europeu, Mundell adoptou depois uma posição mais optimista sobre as vantagens das uniões monetárias, com base em duas ordens de argumentos. Em primeiro lugar, a união monetária constitui uma forma mais eficiente e segura de organizar um sistema capaz de reagir a choques assimétricos do que um conjunto fragmentado de moedas nacionais sujeitas à incerteza dos câmbios.

Perante um desequilíbrio temporário entre dois Estados membros de uma união monetária – causado, por exemplo, por evoluções assíncronas dos ciclos económicos ou por factores sazonais – processar-se-iam fluxos de capitais “automáticos”, de “compensação”, de um país para o outro, conduzindo a que as poupanças num dos espaços suportem o consumo no outro, onde o rendimento tenha caído temporariamente. Assim não sucederá se os mercados financeiros não estiverem ainda “suficientemente» integrados, como previsivelmente ficariam após a unificação monetária. Sem esta, o recurso ao crédito externo fica

No relatório One Market, One Money, a Comissão Europeia defendeu que os “choques assimétricos” da procura verificar-se-iam menos frequentemente numa união monetária porque o comércio entre os países industrializados (da Europa) é em larga medida “intra-europeu”. Assentando o comércio em economias de escala e na diferenciação de produtos, estar-se-ia perante uma estrutura económica em que os países compram e vendem entre si as mesmas categorias de produtos. A França venderia e adquiriria automóveis à Alemanha, o mesmo acontecendo com este último país em relação ao primeiro. Assim, os choques da procura tenderiam a afectar, em geral, ambos os países de modo comparável: quando os consumidores diminuíssem (ou, ao invés, intensificassem) a aquisição de automóveis, fá-lo-iam tanto em relação aos veículos produzidos em território francês como aos produzidos em território alemão¹².

dificultado pelo risco cambial entre diferentes divisas. Ou seja, sem uma união monetária, os “choques assimétricos” temporários dificilmente seriam contrariados.

Em segundo lugar, de acordo com o novo posicionamento de Mundell, num mundo incerto como o da actualidade, os movimentos cambiais poderiam causar também choques assimétricos (em vez de oferecerem um mero mecanismo de ajustamento aos choques assimétricos). Efectivamente, os movimentos cambiais estão muitas vezes desligados das realidades subjacentes, como diferenciais de inflação ou de crescimento económico. O curso dos câmbios depende não raramente de factores psicológicos, responsáveis pela agregação de comportamentos e que alimentam a grande volatilidade dos mercados, prejudicial para as economias.

Mais optimista do que anteriormente, Mundell passou a considerar as uniões monetárias como instrumento de redução dos choques assimétricos e de defesa contra os mesmos, pelo menos se forem temporários. Já no caso de choques “permanentes”, os aforradores de um país poderão rezer a canalização das suas poupanças para os consumidores inveterados de outro país. Nesta hipótese, o ajustamento teria de passar pela alteração de preços e salários – como havia salientado o referido autor em 1961. Apesar da volatilidade das taxas de câmbio poder provocar autonomamente “choques assimétricos”, poderão ocorrer também “choques assimétricos” de grandes dimensões, mais facilmente controláveis através de um ajustamento cambial. Cfr. Mundell, 1961: 511 e ss.; Mundell, 1973: 114 e ss.; Tenreiro & Barro, 2002: 17 e ss.

12 À medida em que foi sendo instaurado o mercado interno, a eliminação das barreiras comerciais reforçava estas tendências, de aproximação estrutural entre as economias nacionais cada dia mais integradas, pelo que a maior parte dos choques da procura haveriam de se repercutir geograficamente de modo similar. Os choques seriam, portanto, “mais simétricos”, em vez de “assimétricos”. Peter Kenen sublinhara já a relevância da proximidade de níveis de desenvolvimento e da diversidade nacional das estruturas comerciais para tornar menos oneroso o processo de unificação monetária. A diversidade de exportações, ao proteger a economia contra choques externos, “contribuirá seguramente para estabilizar a formação de capital aligeirando a carga suportada pelas políticas internas”. Só não será assim se as alterações na procura de exportações resultarem de oscilações cíclicas. Neste caso, os efeitos atingirão todas as exportações e a diversificação não poderá impedir a instabilidade “importada”.

De acordo com Kenen, a diversificação das economias nacionais serve, *ex ante*, para compensar os choques externos entre si e, incidentalmente, para estabilizar a formação interna de capital, enquanto, *ex post*, reduz os custos decorrentes de uma compensação incompleta. Trata-se também de um requisito prévio à mobilidade interna dos factores, enfatizada por Mundell, porque um conjunto contínuo de actividades nacionais maximizará o número de oportunidades de emprego para cada variedade especializada de trabalho. Em todo o caso, os países com taxas de câmbio fixas devem dispor de políticas internas “potentes

Em contraste com o entendimento sustentado pela Comissão Europeia, diversos autores, entre os quais Paul Krugman, sublinharam a importância de não menosprezar os estudos de Mundell e de outros quanto à dinâmica espacial gerada pelas economias de escala. Em linha próxima da seguida antes por autores como Myrdal e Kaldor, salientou-se que a integração económica baseada em economias de escala conduziria à concentração regional das actividades industriais. Sendo assim, a redução e a eliminação das barreiras ao comércio internacional produziriam efeitos contraditórios quanto à localização das actividades. Os agentes económicos tanto poderiam optar pela produção de um bem junto dos mercados finais como pela concentração geográfica do processo de produção com vista a extraírem vantagens das economias de escala, estáticas e dinâmicas. Neste quadro, em vez de promover uma utópica e irreal dispersão harmoniosa das actividades pelo território europeu, a integração económica e monetária continental estimularia a concentração em regiões centrais, com prejuízo de outras, periféricas¹³.

e sofisticadas”, visto que as economias nacionais diversificadas podem ser especialmente vulneráveis a choques “monetários” traduzidos numa alteração nos salários nominais em relação aos preços das importações. Daí a importância de controlo estreito dos salários nominais, ou, pelo menos, de travar qualquer desvio das variações salariais internas relativamente às do estrangeiro. Os mesmos países, com taxas de câmbio fixas, deveriam dispor de uma ampla margem de actuação orçamental capaz de fazer frente a “bolsas de desemprego” persistentes que surgirão em consequência de flutuações das exportações combinadas com uma mobilidade imperfeita do trabalho. Cfr. Wyplosz, 2006: 209 e ss.; Tenreyro & Barro, 2002: 17 e ss.; Emerson, Gros, Pisani-Ferry, Italianer & Reichenbach, 1991; Comissão Europeia, 1991; Kenen, 1969; Mundell, 1961; Mundell, 1973; McKinnon, 1963; McKinnon, 2001.

13 A distribuição da produção automóvel pelo território dos Estados Unidos da América e no continente europeu, a que já se fez menção, ilustra a tendência de concentração regional das actividades económicas nos espaços economicamente integrados. Enquanto a produção automóvel estadunidense se situava sobretudo no *Midwest* (66%) e, em muito menor proporção, no sul (25%), na Europa o mesmo indicador repartia-se diferentemente pelos países. Tendências semelhantes encontrar-se-iam, decerto, em outros sectores de actividade. A integração económica e monetária haveria de eliminar ou reduzir gradualmente constrangimentos à especialização e à inovação, incluindo custos de transporte e barreiras políticas e administrativas nacionais, para além de incentivar o aproveitamento das economias de escala e de aglomeração. Consequentemente, tenderia a verificar-se uma concentração da produção industrial nas regiões mais próximas dos grandes mercados.

Ao incentivar uma maior especialização regional e sectorial, a unificação monetária haveria de expor as regiões e os sectores económicos a “choques assimétricos”, que, entretanto, com a unificação monetária, deixariam de poder ser enfrentados com recurso aos instrumentos de política monetária e de política cambial, “tradicionalmente” nacionais mas agora perdidos ou tornados comuns, sendo por isso inapropriados para diferenciar as divisões espaciais, nacionais e regionais, que integram uma única área monetária alargada. Todavia, o estabelecimento gradual de um mercado único em toda a extensão do espaço integrado reforçaria inevitavelmente o comércio “intra-industrial”, a mobilidade entre as diversas componentes geográficas do espaço integrado e a convergência de rendimentos entre os residentes nas diversas partes desse espaço unificado, diminuindo assim, muito provavelmente, a vulnerabilidade aos “choques assimétricos”.

A posição trilhada pelo executivo comunitário-europeu apontava para uma redução da frequência dos choques assimétricos à medida em que avançasse a integração económica e monetária, o que permitiria esbater gradualmente divergências de rendimento e de emprego entre os residentes dos diferentes Estados membros e regiões da Europa. As críticas a esta concepção optimista não tardaram. Para Krugman, por exemplo, uma maior especialização económica territorial, à medida em que se intensificasse o processo de integração, faria aumentar as hipóteses de ocorrência de “choques assimétricos”, não o inverso. Peter Kenen há muito sustentara que os países com uma estrutura de produção pouco diversificada se sujeitam a ser mais intensamente atingidos por choques assimétricos, quando estes ocorram, pelo que se encontram menos preparados para integrar uma união monetária do que outros, dotados de uma estrutura de produção mais diversificada¹⁴.

Sem pôr em dúvida a tendência de concentração e de aglomeração territorial das actividades económicas, por efeito do processo de integração económica, admitiu-se que à medida em que este avançasse as fronteiras perderiam relevância enquanto factores determinantes da localização das actividades. Consequentemente, os efeitos de concentração e de aglomeração tornar-se-

De qualquer modo, os “choques assimétricos” que viessem a ocorrer dificilmente seriam choques próprios de um ou de um conjunto de Estados membros, ou de outra parte mais restrita de um Estado membro, dada a crescente instauração do mercado interno em toda a extensão geográfica da União, pelo que não poderiam ser enfrentados satisfatoriamente com recurso ao instrumento tradicional das taxas de câmbio, caso este ainda continuasse a poder ser utilizado. Cfr. Wyplosz, 2006: 209 e ss.; Tenreyro & Barro, 2002: 17 e ss.; Krugman, 1991-97.

14 Nesse sentido, os pequenos países com um elevado grau de integração económica em relação ao exterior, ao resto do mundo, por serem mais especializados na sua estrutura de produção, deveriam manter as moedas nacionais próprias, abstendo-se de participar numa união monetária. Tratar-se-ia de um paradoxo, que “não parece de acordo com o sentido comum”, conforme notou Mundell. Pela mesma ordem de razões, as regiões, “idealmente”, também necessitariam de uma moeda e de uma política monetária próprias, para melhor enfrentarem os seus “desequilíbrios económicos face ao exterior”. Como mais tarde seria sublinhado por McKinnon, os defensores de taxas de câmbio flexíveis supõem que os agentes económicos não estão dispostos a aceitar variações de rendimento real decorrentes de ajustamentos dos seus salários nominais e de preços, mas dispõem-se a aceitar alterações cambiais com efeitos análogos.

No entanto, quanto mais pequena for a área monetária, maior tende a ser a proporção das suas importações no consumo total, pondo em crise o referido pressuposto. Se cada região, independentemente da sua dimensão, mesmo muito diminuta, pudesse emitir a sua própria moeda, deixaria de se poder repetir o mesmo “artifício” de desvalorização nas transacções com o exterior. A hipotética emissão discricionária de moeda pelas diferentes regiões prejudicaria os investidores, impedidos de utilizar uma única unidade monetária “com liquidez e com um valor estável”, como concluiu McKinnon. A moeda de uma região mais extensa ou mais prudente na gestão monetária poderia atingir o estatuto de padrão comum de valores não apenas nas relações inter-regionais mas também nas próprias relações internas de outras regiões de menores dimensões, na linha do que sustentara Kenen. Cfr. Wyplosz, 2006: 209 e ss.; Burstein, Eichenbaum & Rebelo, 2005: 742 e ss.; Tenreyro & Barro, 2002: 17 e ss.; Frankel & Rose, 1998; Kenen, 1969; McKinnon, 1963; Mundell, 1961.

-iam cada vez mais neutras em relação às divisões políticas e administrativas dos Estados. Os clusters da actividade económica deixariam de respeitar essas fronteiras, passando a sua concentração geográfica a obedecer fundamentalmente a critérios de competitividade dos países, podendo incluir a totalidade ou partes mais ou menos restritas do território de um ou mais Estados membros¹⁵.

Reconhecer a inevitável perda de relevância económica (e não apenas económica) das fronteiras entre os Estados que participam numa experiência de integração, à medida em que esta avance, não significa admitir que deixam de ocorrer efeitos de concentração espacial, mas apenas que as fronteiras nacionais tendem a perder peso nas decisões sobre a localização das actividades. Ou seja, os Estados e as regiões sujeitam-se a ser profundamente atingidos por choques assimétricos, por força das escolhas de localização dos operadores económicos. Com a perda de relevância das fronteiras nacionais, em consequência do processo sucessivo de integração económica internacio-

15 Voltando ao exemplo citado, da actividade de construção automóvel, poderia suceder que não se verificasse uma concentração industrial “sobretudo” num determinado país (v. g., a Alemanha) mas apenas numa parte desse país (v. g., na parte sul) conjuntamente com regiões de outro país ou de outros países contíguos (v. g., a França oriental e a Itália do norte). A ser assim, a ocorrência de eventuais choques na indústria automóvel, supondo que esta não se pudesse encontrar dividida em diversas vertentes ou “nichos” de mercado, projectar-se-ia não apenas ou sobretudo num país mas sim nos vários países envolvidos, ou, mais precisamente, nas partes ou “regiões” afectadas desses países. Se os efeitos negativos provocados por um choque económico assimétrico não se repartirem geograficamente, de modo aproximado, pelo território de um ou mais Estados membros, o ajustamento tradicional baseado no instrumento das taxas de câmbio torna-se, em larga medida, inoperacional. Sendo assim, seria de prever uma redução significativa da ocorrência de choques assimétricos “nacionais”, i. e., de choques assimétricos cujos efeitos tendam a produzir-se numa extensão aproximada à das fronteiras políticas e administrativas dos Estados.

Importa não menosprezar o papel central dos Estados na definição e execução das políticas económicas e de outras políticas igualmente relevantes para o exercício das actividades. Por exemplo, não é indiferente para os agentes económicos que uma determinada operação seja tributada, ou seja pesadamente tributada, num dos lados da fronteira nacional e não o seja do outro lado. Se num Estado membro (v. g., em Portugal) a taxa do IVA (Imposto sobre o Valor Acrescentado) exigida na aquisição de bens for cerca de 25% superior à praticada noutro Estado membro com fronteira comum (v. g., a Espanha), não será de estranhar que um dos “passatempos preferidos” das pessoas que vivem nas regiões de fronteira do primeiro país (com uma taxa geral de IVA de 21%) sejam as deslocações para fazer compras no segundo (com uma taxa geral de IVA de 16%). Este tipo de comportamentos, em princípio economicamente racionais, produzem efeitos na oferta e na procura de bens em ambos os países (ou em partes dos países envolvidos). O mesmo se poderia considerar em relação a outros aspectos, desde as regras e práticas do licenciamento e da fiscalização de actividades ao regime laboral, ao regime da concorrência e à celeridade na aplicação da justiça.

De qualquer modo, se continuar a verificar-se o avanço do processo de integração dos mercados, na sequência da trajetória trilhada ao longo do último meio século, em direcção a um verdadeiro mercado único europeu, estas divergências e especificidades nacionais tenderão a reduzir-se cada vez mais, desligando progressivamente os choques da oferta e da procura que venham a ocorrer do território dos Estados membros e aproximando-os mais de divisões espaciais mas flexíveis, porventura “mais naturais”, do ponto de vista da estrutura económica, ou seja, das “regiões”.

nal, nada impede que surjam outras fronteiras, “regionais”, independentes das primeiras. Os choques assimétricos que atinjam essas “regiões”, de dimensões mais ou menos extensas do que as dos Estados, não necessariamente coincidentes com o território destes, não poderiam, de qualquer modo, ser enfrentados por forma eficiente através da política cambial, se esta ainda se encontrasse disponível ou fosse eventualmente compatível com a unificação monetária¹⁶.

Estimou-se que o processo de integração económica internacional tornaria menos prováveis os choques assimétricos entre os Estados. Todavia, em função do crescimento das trocas no seio de um espaço ampliado, da maior correlação dos ciclos económicos de cada país, da alteração estrutural dos processos de produção, com os serviços a ocuparem uma posição cada vez mais preponderante nas transacções, e da harmonização, por vezes uniformização, legislativa e institucional, do topo para a base, a sucessiva aproximação entre as economias nacionais não garante que numerosas especificidades com diversa natureza, designadamente de ordem institucional e legal ou regulamentar, que persistem, não possam conduzir também à ocorrência de choques assimétricos.

A centralização da política monetária subjacente à criação do euro e da união monetária restringe algumas das causas dos choques assimétricos, designadamente ao aproximar os preços dos bens e, sobretudo, ao afastar os

16 Já não assim, por exemplo, para efeitos fiscais – enquanto não se avançar no sentido do reforço da harmonização fiscal europeia. Nas decisões de localização das empresas, serão relevantes, mesmo que não determinantes, aspectos como economias fiscais e contexto legal. A direcção de uma empresa que decida, por hipótese, alterar o local do seu centro de gestão para uma jurisdição diversa, tem de ponderar a eventual alteração da sua forma legal, as exigências impostas aos gestores numa dada localização, além de outros aspectos “puramente” económicos. Identicamente sucederá se a decisão for a de abrir uma unidade produtiva: em que local, sob que forma jurídica (como subsidiária, com personalidade jurídica própria, ou como um mero estabelecimento integrado na sociedade-mãe?). Muitos destes elementos dependem da alocação dos factores de produção de uma dada empresa a um local específico, inserido na jurisdição de um Estado. Por isso, o Estado, ou o governo nacional, e as autoridades regionais e/ou locais, têm interesse no resultado das decisões empresarias, designadamente em matéria de localização. A instalação de um estabelecimento comercial ou da sede de uma empresa estimulará a actividade económica local, reduzindo o desemprego, aumentando a base fiscal, diminuindo os custos de bem-estar, e assim sucessivamente. Os governos beneficiam com o investimento externo, em primeiro lugar porque este melhora o bem-estar económico do eleitorado, aumentando as probabilidades de reeleição e, em segundo lugar, porque o acréscimo da actividade económica dará lugar a uma subida das receitas fiscais, o que permitirá uma melhoria da qualidade e da quantidade de bens públicos oferecidos, ampliando a margem de escolha dos políticos na realização de medidas redistributivas, em benefício económico de “toda” a sociedade, em graus diferenciados. Assim, compreende-se que o Estado, ou a elite política, tente oferecer um ambiente económico e legal favorável à atracção dos negócios. Com a tomada de consciência de que as decisões empresarias serão influenciadas pelas vantagens oferecidas pelas autoridades, nasce um “mercado” e a “concorrência” entre Estados em matéria de decisões de localização.

efeitos que tendem a acompanhar as oscilações nas políticas monetárias e cambiais. No entanto, mantêm-se outras fontes de diferenciação nacional, umas decorrentes das características naturais e estruturais, outras das políticas económicas e sociais prosseguidas, incluindo nos domínios jurídico e institucional. Ora, os principais responsáveis por estas políticas nacionais, financeiramente reflectidas nos orçamentos públicos, continuam a ser os Estados (e outros entes públicos nacionais)¹⁷.

Na união monetária europeia, sem prejuízo de se continuar a reclamar um “governo económico” comum – cujo significado não se encontra minimamente fixado, bem pelo contrário –, talvez como espécie de contrapeso ao poder monetário do BCE, certo é que a generalidade dos poderes financeiros continuam a pertencer, pelo menos por enquanto, aos Estados (e a entidades infra-estaduais, por força da descentralização política, administrativa e financeira admitida), cujos orçamentos chegam a ultrapassar no seu conjunto metade de toda a produção interna, em nítido contraste com o peso diminuto ou residual do orçamento da União Europeia, equivalente apenas a aproximadamente 1% da riqueza produzida por ano. Através dos instrumentos de política financeira – receitas e despesas públicas – os governos nacionais estão também incumbidos de prevenir ou combater choques assimétricos, com maior ou menor impacto mas sempre limitados pelas respectivas fron-

17 Estudos como os de Frankel & Rose e de Artis & Zhang sustentam que o estreitamento das relações comerciais entre dois países que participem numa experiência de integração económica depende, consistentemente, da intensificação do comércio “intra-industrial” entre esses países e que os avanços registados no processo de integração europeia ao longo das últimas décadas permitiram uma aproximação dos ciclos económicos dos Estados membros. Por outro lado, o peso crescente dos serviços no conjunto das actividades económicas também contribui para a redução das probabilidades de surgirem choques assimétricos entre países. Comparativamente com as actividades industriais, a influência das economias de escala é inferior nos serviços, não conduzindo a uma concentração regional nos termos em que ocorre no caso das actividades industriais. Dado que os serviços representam uma proporção maioritária da produção, chegando a atingir, ou mesmo ultrapassar, 3/4 do produto em vários países, a tendência no sentido da concentração regional das actividades pode não se manter face aos avanços do processo de integração. De acordo com a OCDE, e após décadas de concentração regional sucessiva, esta estará a decrescer nos Estados Unidos da América. No entanto, conforme se referiu, a circunstância de o sector dos serviços não se encontrar, em geral, tão sujeito à concorrência externa, isso significa que os ajustamentos serão muito mais difíceis de alcançar. Por exemplo, na presença de qualquer modalidade de constrangimentos que afectem por forma diversa os mercados laborais no interior da união monetária – como a subida significativa dos custos num país (6,7% em Itália, entre o segundo trimestre de 2004 e o primeiro trimestre de 2005), ou num conjunto de países, ou numa região, ou num conjunto de regiões, e a quebra dos mesmos custos noutro país (3,7% na Alemanha, no mesmo período) ou noutros países, ou noutra região, ou noutras regiões –, serão prováveis dificuldades onde os reajustamentos não tenham operado, devido a “choques assimétricos”. Cfr. Wyplosz, 2006; Tenreyro & Barro, 2002: 1 e ss.; Frankel & Rose, 1998; Artis & Zhang, 1995.

teiras (não meramente políticas e administrativas, mas também económicas e financeiras) e por outros constrangimentos, tanto factuais como jurídicos.

A grande amplitude dos poderes orçamentais, que permanecem na esfera decisória dos Estados membros de uma união monetária, coloca o problema da respectiva “harmonização” ou “coordenação”. Trata-se, afinal, do velho problema da União Económica e Monetária europeia ser uma união monetária mas não uma união económica¹⁸.

III. INTEGRAÇÃO E REGULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS E REPARTIÇÃO GEOGRÁFICA DO RISCO

Qualquer unificação monetária internacional tem implicações nos mercados financeiros e nos financiamentos externos. Eliminado o risco cambial, perdem relevo as variações de expectativas sobre a evolução do valor de cada uma das antigas moedas, bem como os inerentes obstáculos à circulação de activos e à prestação de serviços financeiros entre os países envolvidos. Com a introdução de uma moeda única, as obrigações emitidas nessa moeda por empresas com sede nos Estados participantes passam a ser avaliadas com base na credibilidade e no risco da entidade emissora, não já nas probabilidades de alteração do câmbio da moeda em que foram emitidas. O mesmo deverá suceder, certamente com especificidades e enviesamentos, nos mercados de acções, no mercado dos títulos do Tesouro e nos mercados de outros valores mobiliários.

Isto não significa, todavia, que a introdução de uma moeda única promova automaticamente a integração completa dos mercados financeiros. Múltiplos

18 O exercício dos quase intocados poderes orçamentais das autoridades nacionais pode conduzir à ocorrência de choques assimétricos nos diferentes Estados membros de uma união monetária. Por exemplo, se se decidir aumentar os impostos sobre os rendimentos do trabalho, as curvas agregadas da oferta e de procura deste factor produtivo diminuirão, provocando distorções entre os níveis de salários e de preços no país em causa. Pela sua própria natureza, estas decisões de política económica têm os seus efeitos limitados ao país em que sejam adoptadas. Outros aspectos de natureza económica e social, incluindo instituições laborais ou dos mercados de capitais, podem variar significativamente de país para país, causando eventualmente choques assimétricos. Apesar do processo de integração económica tender a reduzir a hipótese de ocorrência de choques assimétricos entre países, estes poderão verificar-se em consequência das especificidades que inevitavelmente colocam problemas de ajustamento. Por isso, diversos autores têm sustentado que uma união monetária só pode funcionar bem se forem adoptados passos no sentido da unificação política. A ausência de uma união política criaria riscos excessivos de ajustamentos penosos a distúrbios políticos numa futura união monetária. No entanto, a existência de uma união monetária exercerá pressão suficiente nos países membros para acelerar os seus esforços no sentido de estabelecer uma união política. Nesta óptica, a união monetária funcionaria como um instrumento de pressão sobre os Estados europeus no sentido da união política europeia. Cfr. Wyplosz, 2006; Banco Central Europeu, 2006: 61 e ss.; Constâncio, 2005; Grauwe, 2005: 29 e ss.; Tenreyro & Barro, 2002: 1 e ss.; Pitta e Cunha, 1999; Frankel & Rose, 1998.

conflitos de interesses e particularidades legais e institucionais criam resistências à previsível integração dos mercados financeiros nacionais numa área monetária unificada. A eliminação das moedas nacionais afasta um obstáculo importante à integração dos mercados financeiros, mas não todos os obstáculos, incluindo, entre eles, as referidas divergências legais e institucionais¹⁹.

Apesar de se terem registado nos últimos anos movimentos crescentes no sentido da concentração de instituições bancárias, este subsector continua ainda hoje a ser um dos menos integrados da União Europeia. Em contraste com outras actividades (química, farmacêutica, automóvel ou informática) que se tornaram verdadeiramente transfronteiriças, têm sido mais ou menos evidentes as resistências à integração dos bancos europeus, que se mantêm predominantemente nacionais – embora com excepções. A elevada dependência empresarial do crédito bancário e a falta de integração deste sector na zona euro levam a que a maior parte dos mercados creditícios permaneça

19 Os mercados dos títulos do Tesouro são os mais fáceis de integrar, visto que o risco entre os emissores será, em princípio, quase irrelevante. Por isso, desde 1999, as diferenças entre as taxas de juro das obrigações do Tesouro na eurozona reduziram-se de várias centenas de pontos base para menos de 50 pontos base, aparentemente devidos a diferenças de liquidez dos diversos títulos. Esta evolução justifica uma expansão rápida da procura de títulos de dívida pública, também por investidores estrangeiros, indiciando concorrência com o mercado da dívida pública norte-americana.

Em outros segmentos do mercado obrigacionista, a integração foi mais difícil, novamente por diferenças nos sistemas legais nacionais, em matéria de contabilidade, de tributação, de direitos dos accionistas e de outra legislação comercial e patrimonial. No mercado accionista, a unificação monetária permite uma redução gradual, ou mesmo a eliminação, sobretudo em relação aos investidores institucionais, do designado “*home bias*”, de acordo com o qual o investimento tende a concentrar-se nas empresas cotadas no próprio país – em grande medida dada a transacção em moeda nacional.

No que respeita à emissão, o processo de integração dos mercados accionistas tem sido muito limitado, de novo por divergências profundas de ordem legal, que não só dificultam a listagem das empresas em mercados exteriores como a comparação transfronteiriça, do valor e do risco, este último fortemente ligado ao país em que se situa a sede.

Quanto ao problema dos conflitos de interesses nos mercados financeiros, pode referir-se o caso da resistência dos bancos centrais nacionais da zona do euro à ideia de que a criação de uma união monetária e de um Banco Central Europeu conduziria inevitavelmente à redução dos seus poderes. Limitados na definição da política monetária, alguns bancos centrais nacionais ter-se-ão concentrado nas actividades de supervisão bancária e de regulação, “procurando justificar a sua existência e a dimensão excessiva do seu pessoal” (Alesina & Giavazzi).

Um dos maiores obstáculos à integração dos mercados financeiros europeus tem-se traduzido na resistência à consolidação transfronteiriça sobretudo através da “hostilidade dos bancos centrais nacionais” (o caso paradigmático, mas não isolado, foi protagonizado pelo antigo governador do Banco de Itália, Antonio Fazio – entretanto forçado a demitir-se, após intervenção jurisdicional –, que favoreceu ilicitamente uma operação contrária à oferta de aquisição de um banco nacional por outro grande banco holandês). No entanto, este tipo de comportamentos não tem sido geral: a aquisição do segundo maior banco alemão por um banco italiano, em 2005, não levou sequer a qualquer interferência do *Bundesbank* (não incumbido da supervisão bancária na Alemanha, tendo reduzido fortemente o seu *staff*, após a introdução do euro). Cfr. Alesina & Giavazzi, 2006: 109 e ss.; Baldwin & Wyplosz, 2006: 426 e ss.; Grauwe, 2005: 246 e ss.; Comissão Europeia, 2004; Comissão Europeia, 2006.

compartimentada pelas fronteiras políticas e administrativas dos Estados europeus.

A vigência de leis financeiras e bancárias nacionais, mesmo que sujeitas a crescente harmonização no âmbito da União Europeia, e a continuidade das entidades de regulação e de supervisão das instituições financeiras em cada um dos Estados membros ajudam a explicar a ainda precária concentração do sector na área do euro. A evolução recente permitiu alguns progressos na consolidação transfronteiriça das instituições financeiras, todavia insuficientes. Por outro lado, as autoridades nacionais de regulação e de supervisão, que têm de autorizar as concentrações bancárias, mostram-se por vezes relutantes em permitir operações destinadas a controlar os seus “campeões” por bancos estrangeiros, levantando dúvidas quanto ao seu empenho no processo de integração financeira²⁰.

20 Foi o que sucedeu, por exemplo, em Itália (conforme indicado) e na Polónia. Para além do factor puramente nacional, a relutância das autoridades nacionais de regulação e de supervisão explicar-se-á sobretudo pelo princípio vigente do controlo pelo país do domicílio (*home country control*), cujo afastamento implicaria a redução dos seus poderes. Embora a Comissão Europeia possa agir, nos termos das competências próprias, como guardiã da não discriminação em razão da nacionalidade no espaço da União, na prática a sua acção encontra numerosos obstáculos. A existência de um sistema descentralizado de regulação, ao nível nacional, pode funcionar como um forte obstáculo à integração do sector bancário na zona euro. A dinâmica da integração bancária depende igualmente da circunstância de as empresas europeias dependerem mais dos bancos, quanto às suas necessidades de financiamento, do que, por exemplo, nos Estados Unidos da América. Essa dependência diminuiu consideravelmente ao longo da última década do século XX, prosseguindo nos anos seguintes, mas ainda se mantém comparativamente longe dos indicadores de financiamento das empresas norte-americanas. As recentes operações de concentração bancária têm demorado a inverter a grande fragmentação do sector na zona euro. Se exceptuarmos o caso específico do Luxemburgo, o peso em termos de mercado das instituições bancárias estrangeiras comparativamente às nacionais manteve-se reduzido. No final de 2002, as instituições bancárias estrangeiras representavam, em média, menos de 15% do total da zona euro, reflexo directo do peso diminuto dos bancos estrangeiros nos Estados de maior dimensão (França, Alemanha, Itália e Espanha).

Se, entretanto, o cenário evoluiu em alguns Estados membros, o mesmo não aconteceu noutros. Em 2004, todos os dez maiores gestores de fundos em Itália e em Espanha eram bancos nacionais, com uma única excepção, no segundo país, no nono lugar. Até à substituição da moeda nacional pela moeda única, a fragmentação interna explicava-se também por tradições monetárias próprias. Na segunda metade do século XX, a política anti-inflacionista alemã nada teve que ver com a política monetária expansionista italiana. As divergências de posicionamento perante a inflação não são fáceis de alterar, afectando o funcionamento dos mercados financeiros. Num contexto de inflação elevada, os investidores têm relutância em adquirir obrigações de longo prazo, preferindo os títulos de curto prazo, com risco inferior. Por isso, em países com taxas altas de inflação, o mercado de obrigações de longo prazo praticamente não existe, sendo a maior parte dos títulos do Tesouro emitidos no curto prazo. Já nos países com um risco diminuto de inflação (como a Alemanha, na segunda metade do século XX), os investidores privilegiam o investimento em títulos públicos de longo prazo.

A eventual centralização das actividades de regulação e de supervisão bancárias numa nova entidade comum e independente, defendida por diversos autores e agora proposta em parte pela Comissão, favorecerá a integração e a consolidação do sector. Em vez disso, a evolução da regulação e da supervisão poderá limitar-se a seguir a evolução dos mercados. Um sector financeiro mais integrado exigirá uma estrutura de regulação e de supervisão centralizada e a eliminação da concorrência quanto à supervisão periférica.

As especificidades nacionais em matéria de funcionamento dos mercados financeiros criam o risco de transmissão de eventuais choques monetários por áreas geográficas diferenciadas. No passado, as respostas governamentais divergiam perante alterações similares das taxas de juro. Por exemplo, quando as taxas de juro subiam, o orçamento do Estado italiano era imediatamente afectado, dada a curta maturidade da dívida pública do país. Uma elevação da taxa de juros impunha uma subida imediata do serviço da dívida, agravando o défice público. Pelo contrário, nos países com baixas taxas de inflação, e, por isso, com maior peso do mercado dos títulos de médio e longo prazo, como a Alemanha, os efeitos orçamentais de uma subida das taxas de juro eram muito inferiores, demorando mais a reflectir-se no orçamento das despesas²¹.

A unificação monetária europeia e a criação do euro constituíram certamente o passo decisivo no sentido do desmantelamento da segmentação bancária nacional. A substituição das moedas nacionais por uma moeda única conduziria, admissivelmente, a uma plena integração do mercado interbancário. A execução de uma só política monetária pelo BCE, com base nas necessidades de liquidez de toda a zona euro, e não de cada um dos Estados que a compõem, como anteriormente, haveria de implicar, previsivelmente, uma unificação do mercado interbancário. Todavia, mesmo que isso tivesse já sido alcançado – o que não aconteceu, tendo mesmo regredido significativamente, sobretudo após a crise financeira de 2007-2010 –, não bastaria para se obter uma integração completa do sector bancário no interior da zona euro, em particular nas suas componentes corporativa e de retalho. Tal como no caso dos mercados de obrigações e de acções, o elemento decisivo encontra-se na

Para Wymeersch, serão os mercados “a determinar a estrutura da supervisão e não o inverso”, cabendo, em última instância, aos que actuam no mercado a escolha da localização da sua sede. Cfr. Baldwin & Wyplosz, 2006: 426 e ss.; Dominguez, 2006; Wymeersch, 2005; Duisenberg, 2000; Mélitz & Zumer, 1999; Paz Ferreira, 1997; Goodhart, 1995; Comissão Europeia, 2004; Comissão Europeia, 2006.

21 Já as diferenças nas taxas de inflação entre Estados membros tendem a diluir-se no interior de uma união monetária. Com o tempo, as estruturas de maturidade dos títulos de dívida pública emitidos pelo governo italiano e pelo governo alemão poderiam convergir, tal como poderiam convergir as implicações orçamentais do mesmo “choque” de taxas de juro. Neste sentido, a própria unificação monetária implicaria a eliminação de algumas das divergências institucionais existentes entre sistemas financeiros nacionais. Todavia, isso poderá não se verificar porque as divergências “profundas”, decorrentes da diversidade de sistemas legais – para além também da situação concreta, em termos de capacidade de financiamento e de pagamento dos compromissos –, só desaparecerão com a “harmonização” dos referidos sistemas nacionais e da estrutura financeira dos Estados membros, o que só se concretizaria com um eventual avanço no sentido de uma maior “integração política”, ou mesmo com alguma aproximação menos maximalista, no campo das finanças públicas. Cfr. Alesina & Giavazzi, 2006: 109 e ss.; Baldwin & Wyplosz, 2006: 347 e ss.; Grauwe, 2005: 31 e ss.; Mélitz & Zumer, 1999.

“harmonização” das legislações nacionais, que avançou especialmente após a Segunda Directiva Bancária, de 1989, com a introdução do “princípio do reconhecimento mútuo”, sendo depois reforçado, já na primeira década do novo século e milénio, com o chamado processo Lamfalussy²².

A integração dos mercados financeiros pode contribuir determinante-mente tanto para o reforço da eficiência do sistema como também para o próprio equilíbrio da união monetária, na medida em que passe a funcionar como mecanismo de compensação financeira, ou de seguro, que facilite o ajustamento perante eventuais choques económicos assimétricos, quando estes ocorram. Com o surgimento gradual de um único mercado obrigacionista e de um único mercado accionista e com a integração completa do sistema bancário, quando um Estado membro, ou uma região, ou um conjunto de Estados membros ou de regiões, for(em) atingido(s) por um choque assimétrico negativo, as perdas das empresas, projectadas no valor das respectivas acções, repercutir-se-ão na esfera patrimonial dos seus titulares, independentemente destes residirem no mesmo país (ou na mesma região) ou em outros países ou regiões, “geograficamente” não afectados ou menos afectados pelo choque.

Da integração dos mercados financeiros e do seu funcionamento unificado resultariam vantagens também para os residentes no país atingido pelo choque assimétrico negativo, com origem no boom económico registado noutros países, v. g., sob a forma de rendimentos de acções ou de outros títulos.

22 O princípio do reconhecimento mútuo impõe aos Estados membros a aceitação ou o reconhecimento de qualquer instituição financeira já licenciada por outro Estado membro. A integração financeira europeia intensificou-se, ao longo da última década, com o chamado processo Lamfalussy, baseado no relatório de peritos presidido por Alexandre Lamfalussy apresentado em 2001, que incluiu legislação específica para três subsectores financeiros (banca, bolsas de valores e seguros e fundos de pensões) e a criação dos respectivos comités de regulação e supervisão. Com o Relatório Larosière, de Fevereiro de 2009, foi recomendada a substituição dos três comités especializados por autoridades europeias com poderes reforçados, incluindo a coordenação da actividade dos supervisores financeiros nacionais, a arbitragem entre supervisores nacionais em caso de divergência sobre a supervisão de instituições financeiras com actividades em mais do que um Estado membro, o reforço da harmonização das regras nacionais de regulação com vista à elaboração de um código de conduta comum e a supervisão directa de certas instituições pan-europeias regulamentadas ao nível da União Europeia. Uma comunicação da Comissão de 27 de Maio de 2009 veio concretizar um programa de execução das recomendações do Relatório Larosière, compreendendo um conjunto de propostas legislativas apresentadas em Setembro e Outubro de 2009. Apesar dos progressos alcançados em termos de harmonização financeira no seio da União Europeia, persistem entraves substanciais que justificam que o sector bancário se encontre entre os sectores económicos menos integrados. Como muitas das necessidades de crédito na zona euro dependem dos bancos, isso significa uma falha, até ao presente, na integração de uma importante porção dos mercados de crédito da zona euro. Cfr. Larosière (pres.), *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*; Dominguez, 2006; Wymeersch, 2005; Duisenberg, 2000; Méltiz & Zumer, 1999; Paz Ferreira, 1997; Goodhart, 1995.

As dificuldades económicas ocorridas num país, ou numa região, e nas suas empresas, seriam assim suportadas em parte por residentes em outros países, ou regiões, “geograficamente” não atingidos ou menos atingidos pelo choque negativo, ao mesmo tempo que os residentes no país negativamente afectado obteriam ganhos provenientes de outros países em fase de expansão, na qualidade de titulares de activos financeiros emitidos por entidades residentes nesses países²³.

Numa união monetária, a integração dos mercados financeiros oferece, assim, diversos canais de distribuição territorial do risco económico, financeiro e, até, político. Permite, desde logo, que os residentes (ou alguns dos residentes) nas regiões ou nos países atingidos por choques negativos possam manter o seu rendimento pessoal a um nível relativamente sustentado, eventualmente elevado, em comparação com o nível da produção local ou regional. Em consequência desta nova distribuição do risco, os residentes do país (ou dos países), ou da região (ou das regiões), em fase ou situação de maior expansão económica, ou de não afectação, ou menor afectação, por um determinado choque assimétrico, verão o seu rendimento crescer a uma taxa inferior à registada pela produção nacional ou regional.

A importância da repartição espacial do risco através dos mercados financeiros tem sido calculada em diversos estudos empíricos, em particular nos Estados Unidos da América. Segundo algumas estimativas, a repartição regional do risco através destes mecanismos de mercado representaria o dobro da operada pelo orçamento federal norte-americano. No caso da União Europeia e da zona euro, como não vigora nenhum mecanismo de repartição de risco entre os Estados membros minimamente comparável ao vigente nos

23 Um mercado accionista integrado funciona, assim, como uma espécie de sistema de seguro contra choques assimétricos negativos, por estes passarem a ser partilhados também por agentes que residem em outros países. Deste modo, mitiga-se o impacto de um choque negativo na produção de um país sobre o rendimento dos residentes nesse país. O mesmo sucede com o funcionamento integrado do mercado obrigacionista, ou do mercado das “obrigações hipotecárias”. As perdas e as falências num país, ou numa região, baixam o valor das obrigações desse país, também detidas por residentes no exterior, que desse modo passam a suportar o risco envolvido. A integração do sector bancário facilita ainda a repartição do risco. Num sistema integrado, os bancos que operam em Portugal, em França ou na Letónia, por exemplo, serão potencialmente os mesmos. Também as carteiras de empréstimos bancários serão similares e geograficamente repartidas. No caso de se verificar a perda de qualidade dos empréstimos, com incumprimento crescente num dado país, num conjunto de países, ou numa região ou num conjunto de regiões, os prejuízos bancários respectivos serão repartidas geograficamente por instituições sediadas em diversos países. Algo de semelhante ocorreria com os ganhos, repartidos “indiscriminadamente”, do ponto de vista geográfico, apesar de originados num dado país ou numa dada região (ou conjunto de regiões). Cfr. Wyplosz, 2006; Alesina & Giavazzi, 2006: 109 e ss.; Grauwe, 2005: 251 e ss.; Méliitz & Zumer, 1999.

Estados Unidos da América, os encargos de ajustamento por um choque económico ou financeiro negativo terão de ser suportados pelos respectivos orçamentos nacionais²⁴.

O sistema de repartição do risco na área do euro continua a ser, por enquanto, relativamente escasso e débil. Os mercados financeiros e os governos nacionais nem sempre terão contribuído, até hoje, para que passasse a funcionar um sistema de compensação dos riscos, agravados por choques assimétricos que ocorram na zona euro. Praticamente, os únicos mecanismos de partilha de riscos existentes e significativos implicam a redistribuição entre diferentes gerações no interior dos países.

O mecanismo mais significativo de redistribuição de riscos, que provavelmente se consolidará nos próximos anos, é o que decorre da integração dos mercados financeiros. Para que isso suceda, são necessários ainda muitos progressos. O exemplo dos Estados Unidos da América mostra que os benefícios poderão ser substanciais em termos de redistribuição nacional e regional dos riscos decorrentes de choques assimétricos, admitindo-se que venham mesmo a determinar o êxito ou o fracasso da união monetária europeia no longo prazo²⁵.

IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente reforma da regulação e da supervisão financeira, em particular no domínio bancário, levada a cabo sob o impulso global do novo Conselho de Estabilidade Financeira (criado pela cimeira do G-20 de 2 de Abril de 2009, em substituição do antigo Fórum de Estabilidade Financeira) tem, naturalmente,

24 As estimativas feitas em relação aos Estados Unidos da América não podem ser transpostas directamente para a União Europeia. Enquanto no primeiro caso os mercados de capitais chegam a “repartir” metade do valor do rendimento prejudicado por efeito de choques assimétricos da oferta, que se registem ao nível dos Estados, na União Europeia os mercados privados de capital apenas “repartem” cerca de 15% do montante de rendimento prejudicado por efeito de choques assimétricos da oferta ao nível dos Estados. A diferença não é negligenciável. Se a produção cair, por hipótese, 10% num Estado norte-americano em relação à média nacional, os mercados financeiros “repartem” cerca de 5% do PIB, “devolvendo-o” àquele Estado. Já no caso de uma quebra da produção idêntica (10%) num Estado membro da União Europeia, os mercados de capitais europeus apenas conseguem “repartir” cerca de 1,5% do PIB nesse país. Presentemente, o sistema europeu de mercados financeiros encontra-se ainda distante do estágio de integração alcançado nos Estados Unidos da América, não podendo por isso ajudar satisfatoriamente na solução dos choques assimétricos que se verifiquem na união monetária (*vd. supra*). A esta debilidade acrescem outras, já apontadas, incluindo o peso do orçamento federal na redistribuição regional do rendimento. Quando a produção de um Estado norte-americano baixa 10%, o orçamento federal “redistribui” cerca de 2,5% de volta ao Estado atingido pelo choque negativo. Como se observou, não existe nenhum mecanismo de dimensão ou natureza comparáveis na União Europeia ou na zona euro.

25 Cfr. referências já indicadas nas notas anteriores.

por finalidade o fortalecimento e a sustentabilidade do sistema financeiro em geral e do subsistema bancário em particular, procurando criar mecanismos apropriados, desejavelmente flexíveis mas bastantes para prevenir e corrigir problemas gravíssimos como os que se manifestaram com particular intensidade durante a crise financeira e económica internacional de 2007-2010²⁶.

Não se trata de tarefa nova ou fácil. Pelo contrário, sempre se revelou extremamente complexa e, por isso, não raras vezes fracassou, com maior ou menor estrondo mediático, perante dificuldades cada vez maiores a que devia responder. Os desafios que hoje se deparam ao sistema financeiro e especialmente ao sistema bancário, sentidos praticamente por todo o mundo, exigem uma solução ou um conjunto de soluções à escala global, tanto no plano institucional como no plano procedimental e material, dada a crescente internacionalização das actividades e das instituições financeiras. Assim se explica o acordo de princípio no âmbito do G-20 quanto à identificação dos principais problemas que se colocam às instituições financeiras e quanto à necessidade de trabalhar em conjunto tendo em vista o estabelecimento de mecanismos adequados de prevenção e de correcção.

No entanto, se se concordou quanto à necessidade de encontrar com urgência instrumentos jurídicos e institucionais eficazes na prevenção e na correcção das crises financeiras, em face do agravamento dos riscos resultantes da globalização económica e financeira, o mesmo não se poderá afirmar quanto ao modelo concreto de regulação e supervisão que se pretende. Esta discordância deve-se tanto à complexidade das questões envolvidas como à divergência de interesses que continuam a manifestar-se entre países, por

26 Relembre-se o comunicado da cimeira de Londres do G-20 de 2 de Abril de 2009 em que foram enunciados os objectivos fundamentais a prosseguir conjuntamente tendo em vista retirar a economia mundial da recessão e prevenir a ocorrência de crises idênticas no futuro: fazer tudo o necessário para (i) restaurar a confiança, o crescimento e o emprego, (ii) recuperar o sistema financeiro e restabelecer o financiamento da economia, (iii) reforçar a regulação financeira a fim de repor a confiança, (iv) financiar e reformar as instituições financeiras internacionais de modo a superar a crise e prevenir a ocorrência de crises futuras, (v) promover o comércio e o investimento globais, sustentando a prosperidade, e (vi) edificar uma “recuperação inclusiva, verde e sustentável”. Estes objectivos foram concretizados no comunicado por medidas de acção destinadas a restaurar o crescimento e o emprego (n.º 6 a 12) – incluindo uma “expansão orçamental concertada e sem precedentes, que salvará ou criará milhões de empregos [...] e que, até ao final do próximo ano [2010], atingirá 5 triliões de US dólares, aumentando a produção em 4% e acelerando a transição para uma economia verde” –, a reforçar a regulação e supervisão financeira (n.º 13 a 16), a reforçar as instituições financeiras globais (n.º 17 a 21), resistindo ao protecçãoismo e promovendo o comércio e o investimento globais (n.º 22 a 24) e garantindo uma recuperação justa e sustentável para todos (n.º 25 a 28). Cfr. Gonçalves, 2009.

receio das consequências típicas de determinados modelos de regulação e supervisão financeira.

No quadro da União Europeia, as dificuldades não são menores. A todas as apontadas em geral, acresce a preocupação com a sustentabilidade da área do euro, cada vez mais questionada pelo agravamento substancial de um conjunto de desequilíbrios económicos e financeiros em determinados Estados membros, com destaque claro, agora, da Grécia.

A experiência da primeira década de união monetária europeia revela dificuldades sérias e persistentes de alguns Estados membros em se adaptarem às respectivas regras de funcionamento. Por outras palavras, alguns Estados – sobretudo, embora diferenciadamente, os identificados de modo pejorativo pelo acrónimo formado pelas suas iniciais em língua inglesa: PI(I)GS (de Portugal, Italy/Ireland, Greece e Spain) – melhoraram muito ou, pelo menos, procuraram manter ou não perder o seu nível de bem-estar económico e social, aproveitando as oportunidades oferecidas pela participação na zona euro, incluindo um maior recurso ao crédito, facilitado por taxas de juro mais baixas, aumentando em consequência as respectivas despesas de consumo, sem contudo adaptarem satisfatoriamente as suas estruturas económicas às novas condições de maior abertura e concorrência externa através da adopção das políticas apropriadas.

Ao salientar-se no presente texto a importância absolutamente decisiva que podem desempenhar os mercados financeiros integrados, enquanto instrumento normal de ajustamento dos desequilíbrios económicos e financeiros entre os vários Estados membros de uma união monetária através da redistribuição geográfica do risco, não se pretendeu sugerir de modo algum que seja essa também a solução imediata e suficiente para acorrer a situações gravíssimas de desequilíbrios económicos e financeiros acumuladas sucessivamente ao longo dos anos por alguns dos Estados que integram hoje a zona euro.

Conforme se referiu, não devemos exigir do sistema financeiro e da respectiva regulação e supervisão mais do que nos podem oferecer – que é, sublinhe-se, muitíssimo. Isto não significa reconhecer que no passado se fez tudo o que era possível fazer. Poderia e deveria ter sido feito mais, muito mais. No entanto, agora importa corrigir o que está mal e reforçar o que necessita de consolidação para funcionar eficazmente. No essencial, trata-se apenas de (mais) um alerta para as grandes dificuldades que se deparam hoje ao sistema financeiro europeu e para a urgência de as superar satisfatoriamente.

BIBLIOGRAFIA

AFONSO, A. & CLAEYS, P.

2006 *The Dynamic Behaviour of Budget Componentes and Output – The Cases of France, Germany, Portugal, and Spain*, working paper 26/2006, Lisboa: ISEG, Universidade Técnica de Lisboa.

ALESINA, A. & GIAVAZZI, F.

2006 *The Future of Europe: Reform or Decline*, Cambridge (Massachusetts) / Londres: The MIT Press.

AMARAL, J. Ferreira do

2002 *Contra o Centralismo Europeu. Um Manifesto Autonomista*, Lisboa: Grifo.

ARTIS, M. & ZHANG, W.

1995 *International Business Cycles and The ERM: Is There a European Business Cycle?*, Disc. paper 1191, Londres: Centre for Economic Policy Research.

BAIMBRIDGE, M., BURKITT, B. & WHYMAN, P. (coords.)

2000 *The Impact of the Euro. Debating Britain's Future*, Houndmills / Nova Iorque: MacMillan / St. Martin's.

BALDWIN, R. & WYPLOSZ, C.

2006 *The Economics of European Integration*, 2.^a ed., Maidenhead: McGraw-Hill.

Banco Central Europeu (ed.)

2006 “The importance of public expenditure reform for growth and stability”, in *Boletim Mensal*, Abril, pp. 61-67.

BENALAL, N., HOYO, J., PIERLUIGI, B. & VIDALIS, N.

2006 *Output Growth Differentials Across the Euro Area Countries. Some Stylised Facts*, Occ. paper series 45, Frankfurt: BCE.

BURSTEIN, A., EICHENBAUM, M. & REBELO, S.

2005 “Large devaluations and the real exchange rate”, in *Journal of Political Economy*, CXIII-4, pp. 742-784.

COMISSÃO EUROPEIA (ed.)

1990 “One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union”, in *European Economy*, 44.

2004 “EMU after 5 years”, in *European Economy*, relatório especial n.º 1-2004.

2006 *Finanças Públicas na UEM em 2006 – Primeiro Ano de Vigência do Pacto de Estabilidade e Crescimento Revisto* [COM (2006) 304, de 13.6.2006], Bruxelas.

- 2009 *European Financial Integration Report* [de 2009: SEC (2009) 1702 final, de 11.12.2009], Bruxelas.
Commissariat Général du Plan (ed.)
- 1999 *Le Gouvernement Économique de la Zone Euro*, Paris: La Documentation Française.
- CONSTÂNCIO, Vítor
- 2005 “European monetary integration and the Portuguese case”, in Detken, C., Gaspar, V. & Noblet, G. (coords.) (2005), *The New European Union Member States: Convergence and Stability*, Frankfurt: BCE.
- CUNHA, P. Pitta e
- 1999 *De Maastricht a Amesterdão. Problemas da União Monetária Europeia*, Coimbra: Almedina.
- DOMINGUEZ, K.
- 2006 “The European Central Bank, the euro and global financial markets”, in *Journal of Economic Perspectives*, XX-4, pp. 67-88.
- DUISENBERG, W.
- 2000 “The future of banking supervision and the integration of financial markets”, conf. de 22 de Maio de 2000, Turim (disponível em: www.bis.org).
- EICHENGREEN, B.
- 1997 *European Monetary Unification. Theory, Practice, and Analysis*, Cambridge (Massachusetts): The MIT Press.
- EMERSON, M., GROS, D., PISANI-FERRY, J., ITALIANER, A. & REICHENBACH, H.
- 1991 *One Market, One Money*, Oxford / Nova Iorque: Oxford University Press.
- FERREIRA, Eduardo Paz
- 1997 “O Banco de Portugal e o Sistema Europeu de Bancos Centrais”, in *Revista da Banca*, 41, 21.
- FRANCO, A. Sousa
- 1996 “Problemas financeiros e orçamentais da União Europeia”, in Cunha, P. Pitta e *et al.* (coords.), *A União Europeia na Encruzilhada*, Coimbra: Almedina, pp. 21-44.
- FRANKEL, J. & ROSE, A.
- 2002 “An estimate of the effect of common currencies on trade and income”, in *The Quarterly Journal of Economics*, CXVII-2, pp. 437-466.
- FRENKEL, M., NICKEL, C. & SCHMIDT, G.
- 2002 *How Symmetric are the Shocks and the Shock Adjustment Dynamics Between the Euro Area and Central and Eastern European Countries?*, Working paper 02/222, Washington: FMI.

Fundo Monetário Internacional / FMI (ed.)

2006-2010 *Country Report. Portugal. Article IV Consultation*, Washington.

GONÇALVES, J. Renato

2006 “A desmaterialização da moeda. Nota sobre o passado e o futuro do dinheiro”, in *Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor António de Sousa Franco*, II, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 733-776.

2009 “A crise financeira de 2007-2009 e as suas diversas implicações globais”, in *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, II-3, pp. 149-168.

GOODHART, C.

1995 *The Central Bank and the Financial System*, Londres: Macmillan.

GRAUWE, P.

2005 *Economics of Monetary Integration*, 6.^a ed., Oxford / Nova Iorque: Oxford University Press.

JOHNSON, C.

1996 *In With the Euro, Out With the Pound. The Single Currency for Britain*, Londres: Penguin.

KRUGMAN, P.

1991-1997 *Geography and Trade / Development, Geography, and Economic Theory* (rev.), Cambridge (Massachusetts): The MIT Press.

LAFAY, G.

1997 *L'Euro Contre l'Europe?*, Paris: Arléa.

LAROSIÈRE, J. (pres.)

2009 *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruxelas: Comissão Europeia.

McKINNON, R.

1963 “Optimum currency areas”, *American Economic Review*, LIII-4, pp. 717-725.

2001 “Optimum currency areas and the European experience”, in *Economics of Transition*, X, pp. 343-364.

MÉLITZ, J. & ZUMER, F.

1999 *Interregional and International Risk Sharing and Lessons for EMU*, Disc. paper 2154, Londres: Centre for Economic Policy Research.

MICCO, A., STEIN, E. & ORDOÑEZ, G.

2003 “The currency union effect on trade: Early evidence from EMU”, in *Economic Policy*, 37, pp. 317-356.

MORAIS, L. Silva

2006 “Portugal e os défices excessivos – O pilar económico da União Económica e Monetária e a disciplina do ‘Pacto de Estabilidade e Crescimento’”, in *Estu-*

dos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor António de Sousa Franco, II, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 815-846.

MUNDELL, R.

1961 “A theory of optimal currency areas”, in *American Economic Review*, LI-4, pp. 657-665.

1973 “Uncommon arguments for common currencies”, in Johnson, H. & Swoboda, A., *The Economics of Common Currencies*, Londres: Allen & Unions, pp. 114-132.

ROSA, J. J.

1998 *L'Erreur Européenne*, Paris: Grasset.

ROSE, A.

2000 “One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade”, in *Economic Policy*, 30, pp. 7-46.

SILVA, A. Cavaco

1999 *União Monetária Europeia. Funcionamento e Implicações*, Lisboa: Verbo.

2002 “The euro compared to other world currencies”, in Cunha, P. Pitta e & PORTO, M. (coords.), *O Euro e o Mundo / The Euro and the World / L'Euro et le Monde*, Coimbra: Almedina, pp. 273-278.

TANG, H. (coord.)

2000 *Winners and Losers of EU Integration. Policy Issues for Central and Eastern Europe*, Washington: Banco Mundial.

TENREYRO, S. & BARRO, R.

2002 *Economic Effects of Currency Unions*, Cambridge (Massachusetts): Harvard University.

WYMEERSCH, E.

2005 “The future of financial regulation and supervision in Europe”, in *Common Market Law Review*, XLII-4, pp. 987-1010.

WYPLOSZ, C.

2006 “European monetary union: The dark sides of a major success”, in *Economic Policy*, 46, pp. 207-261.