



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DO EURO NA ECONOMIA PORTUGUESA – QUE
ALTERNATIVAS PARA O FUTURO?**

LUÍS MIGUEL GENEROSO BALTAZAR

2019



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DO EURO NA ECONOMIA PORTUGUESA – QUE
ALTERNATIVAS PARA O FUTURO?**

LUÍS MIGUEL GENEROSO BALTAZAR

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR FRANCISCO LOUÇÃ

2019

Ninguém me encomendou o sermão, mas precisava de desabafar publicamente. Não posso mais com tanta lição de economia, tanta megalomania, tão curta visão do que fomos, podemos e devemos ser ainda, e tanta subserviência às mãos de uma Europa sem valores.

Miguel Torga, in Diário XVI, 19 de Março de 1992

Agradecimentos

A meus Pais e a Minha Irmã, a quem tudo devo.

Um profundo agradecimento ao Professor Francisco Louçã pelo apoio na realização deste trabalho e pela inextinguível paciência com as minhas falhas.

Quero agradecer a todos os que, na Presidência do Conselho de Ministros e mais tarde na OCDE, de alguma forma, me ajudaram a crescer profissionalmente e sempre me incentivaram a melhorar.

Este trabalho é, antes de tudo, um modesto contributo para um debate que parece adormecido no plano interno. Além disso, procura – como na letra de José Mário Branco – apaziguar uma permanente inquietação pessoal. Se queremos um país que funcione para a maioria – quem trabalha ou trabalhou uma vida inteira – e não apenas para a elite, é preciso que as ideias além da ortodoxia dominante tenham espaço. Sobretudo, quando se trata de problemas que devem ser resolvidos coletivamente.

Há sempre alternativa. Assim haja convergências e caminho para percorrer. Mais do que lutar concretamente pelas mesmas coisas, importa, primeiro, lutar contra as mesmas coisas.

Resumo

Decorridos 20 anos desde a criação do euro, existem elementos que permitem avaliar o impacto da adesão no desempenho da economia portuguesa. Neste sentido, o presente trabalho constitui um modesto contributo para o debate sobre os problemas da economia portuguesa, a arquitetura da União Económica e Monetária e, pretende também, projetar a discussão no quadro das alternativas futuras.

Mesmo com o sucesso económico dos últimos anos, Portugal está praticamente estagnado desde que aderiu ao euro. Sem instrumentos de política monetária e com a política orçamental fortemente condicionada, as transferências de soberania para a União Europeia fizeram com que o país, e sobretudo os cidadãos, perdessem influência no processo de tomada de decisão.

A rigidez institucional e a incongruência estatutária da União Económica e Monetária impedem respostas rápidas quando os choques assimétricos e as crises necessitam de respostas urgentes. O euro foi apresentado como um símbolo da integração europeia, mas como está constituída a sua arquitetura, na verdade, fez mais pela desagregação da UE do que qualquer outra ameaça. Assim sendo, é crucial reajustar a estratégia de política económica e reformar a UEM, com a finalidade de funcionar para todos os Estados-Membros. Para esse desígnio, o Estado deve assumir o papel central como promotor do crescimento económico, através de medidas concretas, alinhando a política orçamental à política monetária, mesmo além do que, porventura, já é considerado não-convencional.

Palavras-chave: União Económica e Monetária (UEM), União Europeia (UE), Estagnação Secular, *Helicopter Money* para os Estados.

Abstract

Twenty years have passed since the creation of the euro, there are elements to assess the impact of this membership on the performance of the Portuguese economy. Therefore, the present work intends to constitute a modest contribution to the debate on the problems of the Portuguese economy, the architecture of Economic and Monetary Union and also to launch the debate on the scope of future alternatives.

Nevertheless, the recent economic performance, Portugal has been practically faced an economic stagnation for two decades. Without monetary policy instruments and heavily conditioned fiscal policy, transfers of sovereignty to the European Union meant that the country, and especially the citizens, lost influence in the decision-making process.

Institutional rigidity and the statutory inconsistency of Economic and Monetary Union prevent quick responses when asymmetric shocks and crises require urgent responses. The euro was presented as a symbol of European integration, but as its architecture is constituted, it actually did more for the EU's breakdown than any other threat. It is therefore crucial to readjust the economic policy strategy and to reform EMU in order to work for all Member States. To this new momentum, the State must assume the central role of promoting economic growth through concrete measures, aligning fiscal policy with monetary policy, even beyond what is already considered unconventional.

Keywords: Economic and Monetary Union (EMU), European Union (EU), Secular Stagnation, Helicopter Money for the States.

Índice

Índice de Figuras.....	VIII
Lista de Siglas e Abreviaturas.....	IX
1. Introdução	10
2. A fragilidade crónica da economia portuguesa.....	11
3. A (des)União Económica e Monetária.....	13
3.1. O Pecado original.....	13
3.2. O Euro: uma moeda desigual – forte com os fracos e fraca com os fortes.....	15
4. Consequências económicas do euro: da divergência à <i>estagnação secular</i>	17
5. Que alternativas para o futuro?	20
5.1. As dificuldades do euro e da dívida.....	21
5.1.1. O BCE deve assumir o papel de um verdadeiro Banco Central	24
5.1.2. Aliviar o peso da Dívida Pública	26
5.1.3. <i>Helicopter Money</i> para os Estados – a medida de curto-prazo que precisamos para combater a <i>Estagnação Secular</i>	28
5.2. As propostas federalistas em cima da mesa e a sua viabilidade.....	35
5.3. A proposta de saída do euro e a sua viabilidade	36
5.4. Geometria variável para onde?	38
5.5. <i>Realpolitik</i> : uma perspetiva neoliberal.....	39
5.6. O risco do desmantelamento do euro e como nos protegemos	42
6. Conclusão.....	43
Referências Bibliográficas	47

Índice de Figuras

Figura 1 – Dívida Externa Bruta	12
Figura 2 – PIB real per capita (% do PIB per capita na zona do euro)	18
Figura 3 – Evolução do Salário médio real em Portugal durante o período do euro	20
Figura 4 – Evolução da Dívida Pública em percentagem do PIB	26
Figura 5 – Formação Bruta de Capital Fixo em percentagem do PIB	29
Figura 6 – Investimento Público em milhões de euros	30
Figura 7 – Evolução do Investimento Público em percentagem do PIB.....	32
Figura 8 – Evolução dos lucros do BCE no período 2014-2018.....	32

Lista de Siglas e Abreviaturas

AMECO – Base de dados macroeconómica anual da Comissão Europeia

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

CEE – Comunidade Económica Europeia

ECOFIN – Conselho para as Questões Económicas e Financeiras do Conselho da União Europeia

EUROSTAT – Gabinete de Estatísticas da União Europeia

Fed – Reserva Federal

FEEF – Fundo Europeu de Estabilização Financeira

FMI – Fundo Monetário Internacional

INE – Instituto Nacional de Estatística

MEE – Mecanismo Europeu de Estabilidade

MF – Ministério das Finanças

MTC – Mecanismo de Taxas de Câmbio europeu

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OMC – Organização Mundial do Comércio

OMT – Outright Monetary Transactions

PAEF – Programa de Assistência Económica e Financeira de Portugal.

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

PPS – Paridade de Poder de Compra

PSPP – *Public Sector Purchase Programme*

QE – *Quantitative Easing*

SMP – *Security Market Programme*

TFUE – *Tratado de Funcionamento da União Europeia*

UE – União Europeia

UEM – União Económica e Monetária

1. Introdução

Qual o impacto do euro na economia portuguesa e que alternativas para o futuro? Esta é a questão à qual se propõe responder o presente trabalho. Embora no pós-crise o debate económico tenha invadido a opinião publicada, a pertinência deste tema continua a colocar-se devido à fragilidade das alternativas – aos *diktats* que impossibilitam, na esfera da política económica, a países como Portugal adotar uma estratégia que permita atingir taxas de crescimento económico sustentável –, que continuam sem consequências práticas.

Em 2019 comemorou-se o vigésimo aniversário da criação do euro. Contudo, Portugal não tem muitas razões para celebrar. Desde o eclodir da maior crise financeira do nosso tempo, da solidariedade europeia forjada sob as ruínas da II Guerra Mundial, já pouco subsiste. A União Europeia ainda não conseguiu sair da tempestade perfeita que a atingiu: o drama humanitário no mediterrâneo, as alterações climáticas, ameaças terroristas aliadas à ausência de uma verdadeira política de segurança e defesa, o crescimento do euroceticismo e da extrema-direita xenófoba um pouco por todo o continente, o *Brexit* ainda por resolver, a estagnação económica, a coexistência de sistemas fiscais antagónicos dentro da UEM propícios à evasão fiscal, a cumplicidade entre os interesses privados e quem, supostamente, está mandatado para defender os interesses dos cidadãos e, por fim, a fragilidade institucional que tende para uma subserviência pós-democrática perante os países mais poderosos e os mercados financeiros, constituem o cenário adverso onde países como Portugal projetam o seu próprio futuro.

Com o euro perdemos soberania monetária. Como consequência, por um lado, impôs ao país uma perda de competitividade em virtude de utilizarmos uma moeda sobrevalorizada. Por outro, negligenciou-se a relação fiduciária que deve existir numa união monetária entre o Tesouro e o banco central. No limite, até para os “pagamentos internos” o Estado tem de recorrer ao mercado, ficando sempre sujeito à especulação.

Já a recuperação pós-crise tem sido demasiado lenta. O programa de ajustamento fez pouco para eliminar os desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. E os estímulos de compra de ativos do Banco Central Europeu já demonstraram ser insuficientes. Em boa verdade, como afirma Skidelsky (2016), ninguém sabe ao certo o que se está hoje a passar na economia mundial. Estaremos a caminho da completa recuperação ou presos na estagnação secular? Segundo o FMI, o ritmo anual médio do crescimento mundial até 2022 será de 3,7%, que contrasta com os 5% do período entre 2003 e 2007.

Após a entrada na CEE, Portugal registou um pequeno *boom*, animado pelas transferências comunitárias e pelas reprivatizações, entre 1986 e 1992. De Maastricht ao euro, o país atravessou um período de convergência nominal com o resto da Europa, em que o escudo se ajustou ao valor do marco alemão. Apesar da valorização ter sido significativa, na altura acabou por não representar um problema, uma vez que a perda de competitividade externa foi, de alguma forma, compensada com as oportunidades de financiamento a baixas taxas de juro, intermediadas através do fluxo de capitais provenientes dos bancos estrangeiros.

Na viragem do século a convergência deu lugar à divergência e os chamados países da coesão transitaram, quase automaticamente, a países do ajustamento¹. Subsiste a questão de fundo: o euro constitui um problema para os países periféricos? A resposta é sim, uma vez que funciona como uma camisa de forças para os países do Sul, enquanto representa uma proteção inabalável capaz de permitir à Alemanha manter excedentes comerciais e orçamentais sucessivos sem que a valorização cambial atue para os corrigir, ao mesmo tempo que são exigidos ajustamentos aos países deficitários. É quanto basta para concluir que *o euro é uma moeda forte com os fracos e fraca com os fortes*.

Nos últimos anos, Portugal conseguiu convergir com a zona euro a um ritmo módico, i.e., insuficiente para compensar os danos causados pelos anos da *Troika*. O Banco de Portugal prevê que o PIB per capita atinja cerca de 60% da média da zona euro em 2021, um valor mais baixo do que no início da UEM (Banco de Portugal, 2019). Perante este cenário, que fazer? É justamente no contexto de experiência falhada da criação de uma união monetária à escala europeia, considerando a forma como prejudicou a trajetória de convergência entre Portugal e a média da UE, assim como as lacunas estruturais no plano institucional, que serão analisadas alternativas.

O país precisa de adotar medidas e soluções concretas – porventura além do que a doutrina económica considera convencional – para responder à lenta recuperação económica. As instituições têm de agir com inteligência, precisão e rapidez. O futuro do país e da Europa será condicionado desta forma. E importa fazê-lo já. No fim de contas, como bem alertava John Maynard Keynes no seu Tratado da Reforma Monetária: “*o longo prazo é enganador para a conjuntura atual. A longo prazo estaremos todos mortos. Os economistas assumem uma tarefa demasiado fácil e inútil se, nos períodos tempestuosos, apenas nos podem dizer que o mar voltará a ficar calmo quando a tempestade tiver passado*” (Keynes, 1923).

2. A fragilidade crónica da economia portuguesa

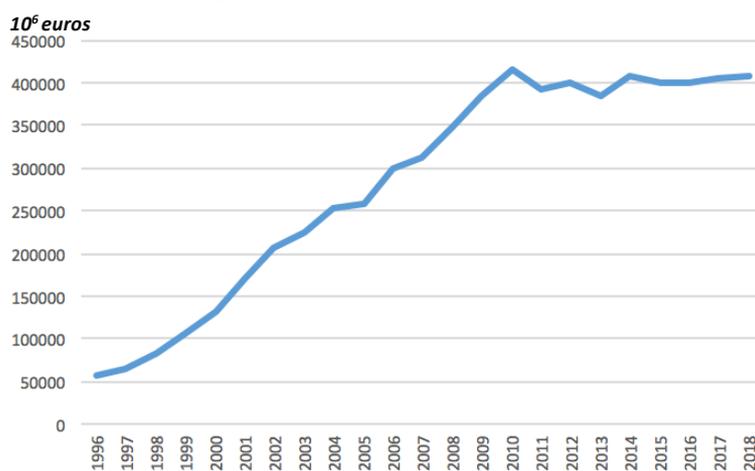
Os bloqueios estruturais que estão na base do fraco desempenho económico de Portugal: a elevada dependência energética, falta de especialização tecnológica do tecido produtivo – o país possui uma indústria essencialmente marcada por setores de baixo valor acrescentado sujeitos à forte concorrência internacional –, assim como a e a escassez de capital e o elevado endividamento, continuam quase todos por resolver.

Além do mais, os sucessivos governos nacionais – com exceção do XXI Governo – não têm conseguido ter finanças públicas sustentáveis sem recurso a expedientes ou receitas extraordinárias como privatizações, concessões, incorporação de fundos de pensões e desorçamentação de várias entidades das administrações públicas para o setor público empresarial (Pereira, 2012).

Como retrata a Figura 1, a dívida externa, maioritariamente privada, implica que grande parte da produção nacional não seja utilizada no desenvolvimento do país.

¹ Ver, a este propósito, Damásio et al. (2018), *The changing economic regimes and expected time to recover of the peripheral countries under the euro: A nonparametric approach*.

Figura 1 – Dívida Externa Bruta



Fonte: Banco de Portugal

Antes da entrada no euro, a indústria portuguesa era especializada, essencialmente, no setor têxtil e no calçado. Já no século XXI, foram justamente os setores tradicionais que mais sofreram com a concorrência internacional. De acordo com Mamede (2015), o incentivo ao desenvolvimento de atividades económicas não-transacionáveis aliado com a facilidade de crédito fruto da liberalização financeira que marcou a economia internacional após a década de 1980, permitiu que a banca nacional aproveitasse baixas taxas de juro para obter liquidez. Não obstante, a abundância de liquidez não foi utilizada para apostar na especialização tecnológica e na reorientação do tecido produtivo com vista a incrementar a produção de bens transacionáveis, mas sim para provocar uma expansão da procura interna, sobretudo com recurso ao crédito, e à alavancagem do setor da construção e atividades imobiliárias.

Perante a circunstância, a banca nacional aproveitou-se das condições financeiras externas favoráveis e do fim das restrições à concessão de crédito resultantes de um faseado processo de *financeirização*², o que contribuiu para o enviesamento da economia com apostas na construção e na expansão da oferta de bens e serviços em detrimento do setor industrial. Só entre 1995 e 2000 o crédito bancário em Portugal passou de 50% para mais de 100% do PIB.

Acresce a tudo isto, um dos maiores problemas estruturais de Portugal: o défice de qualificações. A baixa qualificação do capital humano, sobretudo quando comparada com a média europeia, além de ser propícia ao aumento da desigualdade, também acentua uma lacuna existente na indústria: ter ao dispor um mercado de trabalho com fraca especialização e, em muitos casos, sem correspondência com a oferta de emprego que as empresas necessitam para desenvolver a sua atividade³.

² Ver Rajan (2005), como explicação ao detalhe para os riscos inerentes à *financeirização* a nível global, detetados ainda no contexto pré-crise.

³ Em bom rigor, não devem ser desconsideradas as elevadas taxas de analfabetismo e iliteracia herdadas de quase meio século de ditadura. Porém, as recorrentes inconstâncias e ligeirezas no exercício de funções governativas já durante o regime democrático, impediram que o país conseguisse estabilidade em termos de políticas públicas na área da educação. O défice de qualificações continua assim, a ser uma das grandes debilidades da economia nacional.

Em abril de 1992, Portugal aderiu ao Mecanismo de Taxas de Câmbio europeu. No período 1992-1998, correspondente aos anos de preparação para a adesão à UEM, o crescimento médio do PIB caiu para 2,7%, com substanciais variações das taxas anuais. A quebra do crescimento médio anual do produto teve a expressão mais significativa no ano de 1993, em que a taxa de crescimento foi negativa (o que não acontecia desde 1983 e, até à recente crise financeira internacional, só viria a acontecer em 2003), em grande parte, devido à deterioração da conjuntura internacional (Banco de Portugal, 1993).

No período pós-2008, pouco se fez para resolver as fragilidades estruturais, como ainda se agravaram algumas. No limite, a política económica é a atuação dos poderes públicos em destinada à obtenção de resultados previamente escolhidos⁴ e a intervenção da *Troika* veio interromper essa liberdade de atuação e de escolha. A fórmula encontrada pelas instituições internacionais e intensificada com recurso ao voluntarismo do governo de então, culminou numa terapia de choque que fez o PIB recuar 7,3% entre 2011 e 2013. Na prática, o ajustamento foi apenas tentado à custa da redução dos salários e pensões e da contenção da despesa. Os 78 mil milhões⁵ de euros não foram, como foi amplamente difundido, para pagar salários e pensões para os quais, supostamente, o Estado já não tinha dinheiro. Estava previsto que o programa durasse três anos, e as primeiras prestações (no total de doze) foram utilizadas para pagar dívida pública cujo prazo vencia nessa altura e o país já não conseguia amortizar. Assinala Teixeira (2016), dos objetivos do PAEF: consolidação das contas públicas; estabilidade do sistema financeiro; transformação estrutural da economia para recuperar a convergência com a UE, apenas um foi conseguido e já no período após a vigência do memorando.

Enquanto o endividamento do país crescia significativamente, a divergência com a União Europeia foi-se acentuando. Segundo Amaral (2010), a convergência entre Portugal e a UE tem sido bastante intermitente. O perfil da economia portuguesa e os choques da adesão ao euro, sob diferentes perspetivas, parecem confirmá-lo.

3. A (des)União Económica e Monetária

3.1. O Pecado original

A UEM foi anunciada como uma espécie de catalisador para a livre circulação de bens e capitais com vista a promover a convergência entre os países. Mas o euro resultou de um estranho compromisso entre diferentes culturas económicas. A cultura francesa, que pressupunha uma união monetária aberta, em que a convergência nominal representada por uma moeda comum seria o fator de estímulo para uma futura convergência real. E a cultura alemã em que a convergência real era uma condição prévia para a convergência nominal e para o funcionamento da UEM, expressa na disciplina e na sustentabilidade das finanças públicas (Bento, 2013).

Quem observa o euro pela forma como a influência alemã hoje se projeta, é induzido ao engano simplista de que a Alemanha engendrou todo o processo na perspetiva de se tornar hegemónica pela via monetária. Nada mais errado. Se voltarmos ao contexto original, a Alemanha ainda

⁴ Definição de Amaral (1996).

⁵ Valor global da “ajuda” prevista no PAEF – Programa de Assistência Económica e Financeira de Portugal.

lidava com os estilhaços da reunificação e foi o Presidente francês, ao temer o poderio da Alemanha reagrupada, que forçou o acordo com o objetivo de amarrar a Alemanha à moeda única⁶. Só que o resultado foi substancialmente diferente do planeado por Mitterrand. A astúcia política reconhecida ao Presidente francês obrigou a um entendimento, mas o acordo foi celebrado segundo as condições sugeridas pela própria Alemanha. Basta analisar a arquitetura da UEM, de onde se destaca, em primeiro lugar, um banco central independente à imagem do Bundesbank e cuja principal função é controlar a inflação, ignorando a promoção do crescimento e o pleno emprego. Como será detalhado posteriormente, a independência aliada à inflexibilidade estatutária proíbe o BCE de ajudar os Estados em dificuldades, i.e., de desempenhar o papel de prestamista de última instância, como sucede em qualquer país com moeda própria, tornando assim os Estados, sobretudo os mais vulneráveis a choques externos, totalmente dependentes dos mercados financeiros. Em segundo lugar, de acordo Teixeira (2016), o Pacto de Estabilidade e Crescimento obriga a fortes condicionamentos sobre as contas públicas, exatamente como foi defendido pelos alemães durante as negociações.

Os arquitetos do euro sabiam que a experiência histórica impunha reservas quanto à ambição de criar uma moeda sem Estado. Mesmo assim prosseguiram, e só agora alguns reconhecem o erro⁷. A primeira contradição de base surge logo com Maastricht, em que todos os membros da UE estão obrigados a pertencer à União Monetária, rejeitando sempre qualquer substrato de integração política⁸.

Robert Mundell (1961), apontou várias características para uma zona monetária ser considerada ótima: em primeiro lugar, deve prever a livre circulação do trabalho e do capital e a flexibilização dos preços; segundo, deve existir uma política orçamental coordenada na base de um orçamento comum, no caso de alguns Estados da união monetária necessitarem de correções; terceiro, é requerida homogeneidade entre as economias. Ora, a zona euro é uma união monetária heterogénea. Mesmo com o sobreaviso, cometeu-se o pecado original de edificar a UEM num regime de câmbios fixos, em si disruptivo e de responsabilidade assimétrica entre os Estados-Membros, sem que existisse discernimento e coragem para institucionalizar um mecanismo automático de reciclagem de excedentes como sucede na “zona do dólar”. Frieden (2016), afirma mesmo o euro é tudo menos uma união. Possivelmente, pela razão de que a UEM está poluída ideologicamente desde a origem. Foi criada à imagem da experiência alemã de disciplina orçamental (no défice, na dívida e na inflação), mas por contraste, permitiu que o sistema financeiro ficasse “completamente à solta”. Segundo Soromenho-Marques (2014), os países foram encorajados a quebrar todas as normas de prudência bancária em nome de uma suposta capacidade de autorregulação dos mercados.

Entre as várias ilações que os responsáveis europeus deveriam ter retirado dos EUA, encontra-se a experiência da crise bancária de 1933 que levou à federalização da garantia de depósitos,

⁶ François Mitterrand costumava dizer, “gosto tanto da Alemanha, que prefiro ter duas em vez de uma”. A expressão é original de François Mauriac: “*J’aime tellement l’Allemagne que je suis heureux qu’il y en ait deux*”.

⁷ Ver declarações de Oskar Lafontaine, em 2013, onde o antigo ministro das Finanças alemão alega que o espírito do euro foi minado, e que a moeda única é geradora de desigualdade nos países do Sul.

⁸ Artigo 3.º e 119.º do Tratado da União Europeia.

da supervisão e da resolução bancária. Em sentido contrário, os ideólogos da UEM deixaram a licença bancária e a garantia dos depósitos nas mãos das autoridades nacionais, estas com poderes muito limitados, preparando assim o caminho para a fragmentação em que se mergulhou ao primeiro sinal da crise. Pior ainda, o BCE foi transformado num mero polícia sinaleiro da inflação, deixando os Estados completamente na dependência dos mercados. As regras da UEM transformaram a banca no verdadeiro titular europeu do poder de emissão monetária através da criação de dívida, transformando os Estados soberanos em meros clientes (Soromenho-Marques, 2017)⁹.

Com o euro, as evidências permitem concluir que o mercado único tem funcionado na lógica de Shylock. Em *O Mercador de Veneza*, de Shakespeare, Shylock é um agiota que ganha a vida a emprestar dinheiro aos outros e depois chega para cobrar de volta. A estória encontra paralelismo na zona euro, onde os países do Norte, tratados quase familiarmente como “credores”, impuseram planos de ajustamento punitivos ao Sul para cobrar o capital que antes haviam emprestado a juros excessivamente baixos. Chegados aqui, o problema de fundo persiste: o euro nasceu como sendo uma moeda para a Europa. A verdade é que dificilmente haverá uma Europa que consiga reformar a zona euro de modo a que funcione para todos. O aspeto mais perturbador da divergência, é que alguns países, maioritariamente a Alemanha, cresceram para se tornar em credores enquanto os Estados mais frágeis são intitulados como devedores. Isto, só por princípio, dificulta que uma moeda comum funcione (Stiglitz, 2016).

Para que o mercado único possa beneficiar todos, necessita de um mecanismo de redistribuição. Embora seja algo abstrato, sem redistribuição – ou sem um mecanismo de reciclagem de excedentes –, a livre circulação de capitais continuará a ser um fator de divisão numa globalização que não funciona para todos. Ao mesmo tempo, apesar de todos os progressos em matéria de circulação de pessoas, a UE apresenta, hoje como antes, resistências culturais, obstáculos institucionais, razões de distância, tradição e dificuldades burocráticas que impedem que os fluxos migratórios – aquilo que se entende por mobilidade perfeita do fator trabalho –, possa coexistir entre países (Mendonça, 1995).

3.2. O Euro: uma moeda desigual – forte com os fracos e fraca com os fortes

O Relatório Delors, aprovado em abril de 1989, propunha a concretização da União Económica e Monetária em três fases: uma primeira fase de livre circulação de capitais, seguida de convergência entre as políticas económicas e de reforço da cooperação entre os bancos centrais e, finalmente, uma terceira fase de introdução progressiva do euro e de aplicação de uma política monetária comum sob a responsabilidade do BCE¹⁰.

Sensivelmente a partir da década de 1980 e antes da reunificação, a Alemanha colocou em

⁹ Ver Artigos 123.º e 127.º do Tratado de Funcionamento da União Europeia.

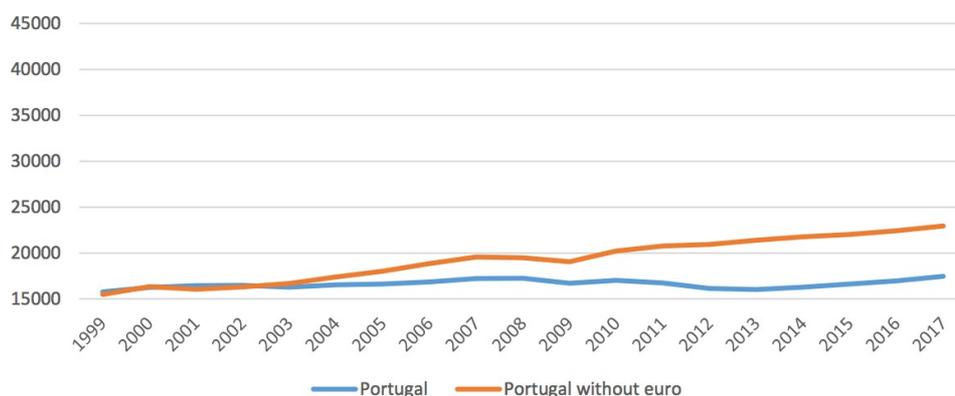
¹⁰ O relatório Delors analisava a UEM como uma consequência natural do Ato Único. E, desde logo, ficou instituída a proibição de financiamento monetário dos défices públicos e a proibição de resgate a Estados-Membros com dificuldades financeiras (cláusula de *no bailout*). Ver Artigos 123.º e 125.º do Tratado de Funcionamento da União Europeia.

prática uma estratégia económica que lhe permitiu reforçar a posição comercial de grande exportador líquido de bens de consumo e de capital no espaço europeu. Como em qualquer economia de mercado sujeita a choques e externalidades, as flutuações do mercado cambial representam uma séria ameaça. Se um país fora de uma zona monetária comum, com moeda própria, manter durante um largo período de tempo excedentes ou défices comerciais, o mercado cambial alimentado por especuladores encarregar-se-á de ajustar o valor da moeda em função do índice exportações/importações. Com o euro a Alemanha está protegida. Já a realidade dos países do Sul é bem diferente: acumulam sistematicamente défices e dívida enquanto a Alemanha bate recordes de excedentes externos, aproveitando-se do baixo valor da moeda única e servindo-se das necessidades e procura dos países circundantes para intensificar sua a produção.

A política monetária, como todas as outras, cria ganhadores e perdedores. Se um país tem excedentes é porque outros são deficitários. Portanto, nenhuma organização supranacional pode exigir a todos os países saldos nulos ou excedentários em simultâneo. Essa condição depende da estrutura económica, do tecido produtivo do país, da conjuntura geopolítica e da estabilidade política interna. Não depende do cumprimento de atos normativos abstratos.

Antes do período de turbulência gerado com a crise, previa-se que a adesão ao euro impusesse à economia portuguesa um ritmo acelerado de convergência, bem como concorrência externa acrescida, dado que o país se encontrava sem o guarda-chuva cambial que permite à política económica regular a pressão da concorrência externa (Amaral, 1996). Ora, a convergência não só desapareceu como foi mesmo invertida. Portugal apenas beneficiou marginalmente do euro nos primeiros anos. Nos anos seguintes, o euro levou a crescentes perdas significativas. O estudo de Gasparotti e Kulla (2019), aponta uma perda total 424 mil milhões de euros na totalidade e 40.604 euros per capita entre 1999 e 2017. Só em França e na Itália as perdas foram maiores, enquanto a Alemanha lucrou 1.893 biliões de euros na totalidade e 23.116 euros per capita¹¹(Figura 2).

Figura 2 – Tendência do PIB per capita com e sem euro (em euros)



Fonte: in 20 Years of the Euro: Winners and Losers - An empirical study, Centre for European Policy

¹¹ Ver, também, Paz Ferreira (2014).

Para se ter uma ideia, apenas entre 2008 e 2016, justamente quando a crise atingiu os países do Sul com maior impacto, os títulos de dívida alemã funcionaram como salvação para os investidores, com o governo alemão estimar uma poupança superior a 145 milhões de euros com a dívida, só nesse período.

Segundo De Grauwe (2014), é o BCE que está na base da divergência na zona euro, na medida em que os estatutos ignoram o mandato que um verdadeiro banco central deve desempenhar e cumprir objetivos de política económica como o pleno emprego, não estando por exclusivo dedicado à estabilidade de preços, e ficando também impedido de funcionar como prestamista de última instância. À semelhança do que acontece em outros bancos centrais de países desenvolvidos, como os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão, o banco central deve dispor da prerrogativa de financiar diretamente os Estados caso estes necessitem. O BCE está proibido de o fazer, como vimos anteriormente. Isto confirma, como refere Vieira da Silva (2013), o euro tem um problema sistémico que acabará por questionar a sua própria viabilidade.

4. Consequências económicas do euro: da divergência à estagnação secular

Entre 1995 e 2000, o PIB português registou uma taxa de crescimento médio de cerca de 4%. Ao contrário do que sucedera com a formação do mercado único cuja introdução foi acompanhada pela política de coesão, a moeda única não previu qualquer mecanismo compensador da perda de competitividade nem de resposta às assimetrias, permitindo a formação de uma união monetária entre países com graus de desenvolvimento económico díspares.

Em maio de 1998, a Europa dos 15 anunciou formalmente o chamado pelotão da frente da moeda única. O euro seria oficialmente a “nossa moeda” e os decisores políticos da altura, ufanos, com o país na primeira divisão da Europa. Pela voz de Sousa Franco, o facto de Portugal perder soberania em matéria de política monetária foi prontamente desvalorizado, na medida em que, segundo o ministro das finanças de então, *os instrumentos cambiais eram cada vez menos utilizados e ineficazes para responder a choques assimétricos*¹².

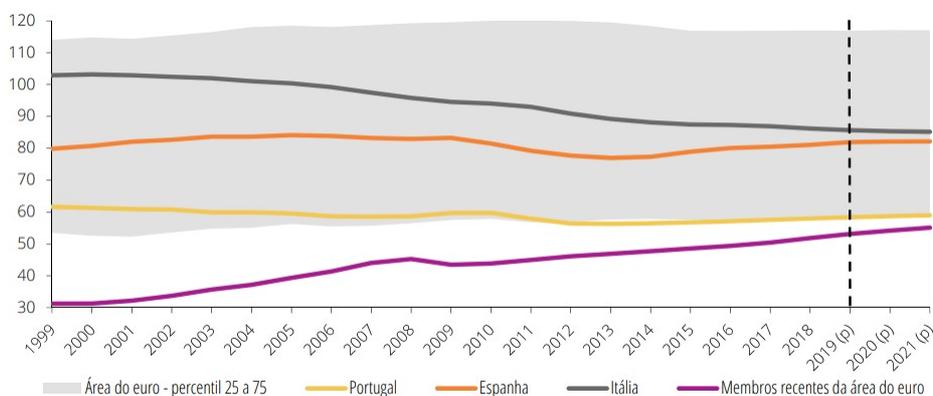
Durante a década de noventa, a economia portuguesa congregou um conjunto de condições favoráveis que anteviam um futuro risonho: o petróleo transacionava-se a preços relativamente baixos e o dólar valorizava em relação ao escudo, permitindo manter a competitividade das exportações; o investimento público registava 5,3% do PIB em 1997, e as taxas anuais de crescimento real do PIB passaram de 1,8%, em 1994, para 5,1%, em 1998 (Mamede, 2015). A entrada na moeda única marca definitivamente um ponto de viragem. A divergência resulta, em primeiro lugar, das diferenças entre as estruturas e o sistema produtivo das economias que compõem a zona euro. Por exemplo, um país que importa maiores quantidades de petróleo sofre mais com a subida dos preços desta matéria-prima, independentemente do défice e da dívida que possa registar. E com a crise aprofundou-se. A fuga de capitais que se verificou nos sistemas financeiros dos países periféricos foi diretamente para os países do norte da Europa. Regra geral, com a livre circulação de pessoas, também a mobilidade do trabalho (sobretudo mão-de-obra qualificada) tende a efetuar-se dos países em dificuldade para os países onde os salários são mais altos.

Assim, como denota (Stiglitz, 2016), ambos os fluxos, de capital e migratório, no mercado único, funcionam como uma dupla-penalização para agravar a divergência em prejuízo dos países mais vulneráveis como é o caso de Portugal.

¹² Ver, a este propósito, a entrevista de Sousa Franco à RTP, em 1998, sobre a entrada de Portugal no euro.

As consequências económicas da entrada no euro revelam-se, entre outros indicadores, no PIB per capita, que aumentou significativamente em Portugal desde a adesão à UE, partindo de um nível inferior a 7 mil euros por habitante em 1986, e sendo agora ultrapassado por alguns dos novos países da UEM (Figura 2).

Figura 2: PIB real per capita (% do PIB per capita na zona do euro)



Fonte: AMECO, Banco de Portugal e INE.

Nota: os membros recentes da área do euro são o Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Letónia, Lituânia e Malta.

Já o início do processo de endividamento, coincidiu temporalmente com a liberalização e eliminação de restrições ao movimento internacional de capitais e com a adoção da estratégia de estabilização monetária e cambial como elementos centrais da preparação da participação de Portugal na UEM. É devido a essa redução do risco cambial que a facilidade de acesso aos mercados internacionais de capitais, bem como o aumento da concorrência no setor provocaram uma queda acentuada das taxas de juro reais e numa redução das restrições de liquidez.

O fluxo de capitais obtido através do endividamento dos bancos nacionais junto dos bancos internacionais pareciam ilimitados. Com tudo isto, refere Mamede (2015), o resultado foi um aumento significativo do crédito bancário ao setor privado, deslocando-se de 53% para 93% do PIB entre 1995 e 2000. Os setores da construção e do imobiliário foram os maiores beneficiários desta evolução, seja por via do crédito à compra de habitação, seja por via do crédito às empresas para fins de investimento. No entanto, note-se que o aumento do investimento por parte das empresas não-financeiras foi comum à generalidade dos setores de atividade económica neste período. Desde o período que precedeu a entrada no euro, assistimos a uma explosão da dívida externa líquida de menos de 3% do PIB em 1998, para valores entre 90% e 100% do PIB, e em alguns anos sendo mesmo superior, i.e., quando o endividamento externo é maior do que a riqueza gerada anualmente. Para além do efeito direto na economia, um elevado nível de endividamento externo comporta riscos que afetam o fluxo de capitais estrangeiros para os países endividados, o que pode significar uma subida abrupta das taxas de juro e instalar o pânico nos mercados (Blanchard, 2007).

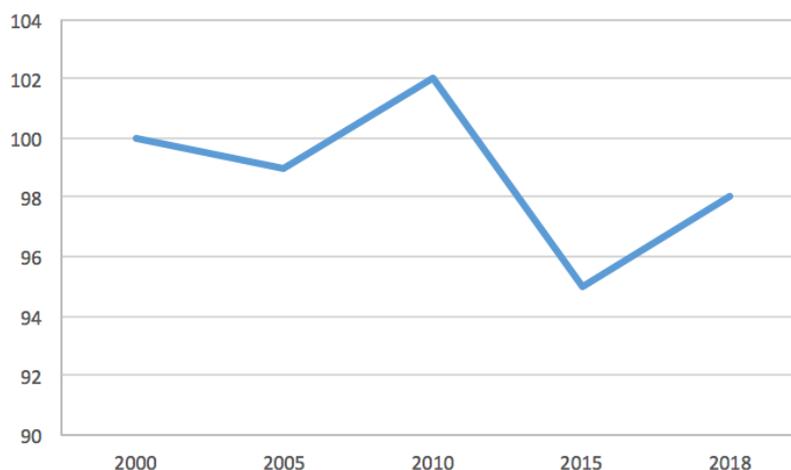
A crise da dívida acentuou o problema, mas não esteve na sua génese. Além do mais, a liquidez oriunda do exterior não foi utilizada para reestruturar o aparelho produtivo, permitindo que o país entrasse no euro, como se iria verificar, vulnerável a múltiplos choques macroeconómicos (Mamede, 2015). A esta conjuntura já de si desfavorável, somar-se-ia o impacto da entrada da China na OMC. A mão-de-obra barata praticada pelo gigante asiático e os custos de produção significativamente inferiores e em concorrência direta com as exportações portuguesas – fundamentalmente afetas a setores tradicionais como o têxtil e o calçado – foi o primeiro grande contratempo do século XXI e Portugal viu-se incapaz de adotar uma estratégia de valorização da produção nacional para contrapor com os baixos salários e a capacidade produtiva da China. Acresce a este cenário a abertura da UE a países do antigo bloco soviético, que veio acentuar a vulnerabilidade e colocou à economia portuguesa um desafio árduo de superar a falta de competitividade em rivalizar nos mercados internacionais com as condições apresentadas pelos restantes países que produziam os mesmos bens, estando na base da deslocalização de investimento para o Leste (Reis, 2013).

Assim, o ciclo virtuoso de crescimento assente no crédito acabou por se transformar numa espiral de estagnação económica, decorrente do endividamento excessivo, da queda do investimento e dos choques externos a que fomos sujeitos (Mamede, 2016). A todos estes fatores acrescem opções de política económica desadequadas, adotando políticas orçamentais pró-cíclicas durante a crise que contribuiram para acentuar os desequilíbrios macroeconómicos.

No contexto da união monetária, as ferramentas de política monetária não estão à disposição das autoridades nacionais para corrigir desequilíbrios e estabilizar a economia, mas nada foi feito para compensar esta lacuna. Como afirma Amaral (2006), pode concluir-se que o mau desempenho da economia portuguesa se deve à perda de instrumentos de política económica decorrente da participação na criação da moeda única. Em particular, a excessiva valorização da moeda nacional devido à participação na construção da UEM e as restrições impostas ao ajustamento da taxa de câmbio pela participação no euro.

A participação no euro teve, também, consequências negativas sobre os rendimentos do trabalho. Desde a crise financeira, o salário médio real em Portugal contraiu de tal forma que ainda não recuperou para níveis de 2000 (Figura 3).

Figura 3 – Evolução do Salário médio real em Portugal durante o período do euro (2000=100)



Fonte: OCDE

A fatura da ousadia de querer estar no pelotão da frente, como não poderia deixar de ser, chegou anos mais tarde. Com a seguinte agravante: a evolução das regras europeias veio interromper a liberdade de escolha dos poderes públicos nacionais, nomeadamente no que concerne à política orçamental. Sendo assim, o imbróglio é de tal forma evidente que “neutraliza” o Artigo 3.º da Constituição da República Portuguesa, a partir do momento em que o governo democraticamente eleito é obrigado a obter a condescendência de Bruxelas para a prossecução da política orçamental, no que é eufemisticamente conhecido como semestre europeu. Com as regras em vigor, o Orçamento, que é por definição o elemento de controle do Governo pelo Parlamento, tem a sua função mais nobre desvirtuada.

5. Que alternativas para o futuro?

“Se Portugal, Grécia e Irlanda tivessem respeitado as regras que estabelecemos na zona euro não teríamos tido uma crise”, disse o Ex-Presidente do BCE, Trichet¹³. Porém, *tudo o que é sólido desfaz-se no ar*, avisava Karl Marx. A moeda única tornou-se num colete de forças que impede os Estados mais afetados pela crise de prosperar. Na atual conjuntura e perante a correlação de forças existente, o euro é prejudicial à economia portuguesa. Ao passo que a governação económica da UE é de inspiração centralista, burocrática e não tem grande utilidade como fator de maior união entre os Estados e os cidadãos nem garante a difusão do crescimento entre países (Medeiros Ferreira, 2013).

A prometida solidariedade europeia que supostamente não faltaria, pura e simplesmente não existe¹⁴. Mas, se há algo de positivo a reter do contexto pós-crise, é que retirou o país de uma certa “euro-ingenuidade”. O fim do chamado “consenso europeu” é tão-só a dimensão europeia do pluralismo democrático¹⁵.

¹³ Jean-Claude Trichet, *Entrevista à TSF*, 7 de Outubro 2017.

¹⁴ Ver discurso do então Primeiro-ministro, Mário Soares, por ocasião da assinatura do Tratado de Adesão à CEE, 12 de junho de 1985.

¹⁵ Ver *Hoje celebramos, E amanhã?*, António Costa, Público, Março de 2017.

Traçado que está o diagnóstico de como chegámos até aqui, não de somenos importância é a definição de saídas para esta encruzilhada. E há muitas áreas onde os países devem considerar reformas, além da contaminação ideológica em torno do próprio conceito¹⁶. Entre elas, em matéria de política fiscal, a utilização de fundos públicos de forma imprópria e a discrepância entre as necessidades dos Estados e a órbita das instituições financeiras europeias e internacionais e respetiva capacidade para intervirem no caso de uma nova crise financeira (Spence, 2016). Mas prevenir a próxima crise significa, sobretudo, evitar que ela incida sobre os mesmos de sempre: quem vive do rendimento do trabalho e os desempregados. Os Estados não devem permanecer à espera de um desfecho miraculoso quando são precisas reversões de fundo na trajetória acentuada nas últimas décadas de *financeirização*, concentração de poder e acumulação de capital.

A solução para este complexo problema é mais política do que técnica. Antes de lá chegar, vejamos os pressupostos que devemos, desde já, considerar:

5.1. As dificuldades do euro e da dívida

A Europa nunca reuniu as condições necessárias para ter uma moeda única bem-sucedida, seja em termos de união fiscal e bancária que, em contraposição com os EUA, permitiu a Washington assegurar os depósitos dos cidadãos afetados pela bolha imobiliária (Krugman, 2015). Mesmo assim, e apesar de todas as disfunções, parece que as notícias da morte do euro são manifestamente exageradas, na esteira de Mark Twain¹⁷.

Relembra Eichengreen (2017), há duas características que cimentam o euro. Em primeiro lugar, os custos económicos da rutura, que seriam enormes. Basta recordar o momento em que os investidores ouviram que na Grécia estava em cima da mesa a reintrodução do *dracma* com o objetivo de depreciá-lo contra o euro, ou contra um "novo marco alemão", e subitamente transfeririam todo capital para Frankfurt. Provavelmente, a Grécia teria experimentado a mãe de todas as crises bancárias. Enquanto o valor do "novo marco alemão" dispararia, destruindo a indústria de exportação da Alemanha; em segundo lugar, está a importância que os países atribuem à União Europeia, sobretudo num contexto internacional de incerteza como o atual. Para os países do Sul da Europa, prossegue o autor, há uma complicação adicional. Com o colapso do euro, ficariam com uma enorme dívida ao BCE e, por consequência, aos outros Estados-Membros que são acionistas do BCE. No fundo, é esta a disparidade de estruturas económicas e de consequências práticas distintas em cada país, mas de semelhante necessidade que quase obriga os Estados a manter a moeda única.

O Livro Branco da Comissão Europeia sobre o futuro da UE e da própria zona euro, com os seus cinco cenários, converge num horizonte de indefinição. O Presidente Jean-Claude Juncker, ao considerar esses cinco cenários distintos para a evolução da UE – que vão desde recuar a um

¹⁶ A expressão “reformas estruturais”, tem sido um eufemismo para prosseguir uma determinada agenda ideológica com base na desvalorização do trabalho, redução dos mecanismos de intervenção do Estado na economia e consequente desregulação, liberalização e privatização.

¹⁷ Do original “*Reports of my death are greatly exaggerated*,” disse Mark Twain, em 1897.

simples mercado único, passando por ter uma Europa a várias velocidades, com Estados diferentes em diferentes estádios de integração –, em boa verdade, adensa as dúvidas e não responde aos desafios atuais.

Vale a pena ter presente a frase de Helmut Kohl, “*the monetary union without a corresponding political union would be a castle in the air*”¹⁸. Ora, uma moeda só funciona se existir confiança, neste caso procura dessa moeda. Assim, após várias falsas partidas, aparentemente, seria em 2017 que a Comissão Europeia iria, por fim, desencadear a reforma da zona euro. Mas a reforma começou mal logo pela apresentação. Em dezembro de 2017, o comissário europeu, Pierre Moscovici, quando questionado pelos jornalistas quanto à incongruência das propostas da Comissão, a dada altura, remeteu a resposta para o filme *O Padrinho*, e em particular para a cena em que os favores eram solicitados a Don Corleone, interpretado por Marlon Brando, que faziam-se acompanhar pelo solene reconhecimento: “*obrigado por me conceder esta oportunidade*”. Ora, segundo a analogia do próprio comissário europeu, fica bem clara a perpetuação do complexo de inferioridade, deixando para os países deficitários da UEM esse papel, ou seja, ainda devem agradecer à Alemanha a gentileza de conceder uma oportunidade para que a moeda única funcione para todos.

Já no que concerne às propostas propriamente ditas, percebe-se que a Europa permanece desarmada. Da recusa em alterar as regras do Tratado Orçamental ou adotar reformulações políticas ousadas para inverter de forma consistentemente a divergência entre os Estados-Membros, à alteração do papel do BCE, nem uma palavra. É referido o aprofundamento da união bancária, a criação de uma figura de emprestador de última instância, mas tudo muito superficial e indefinido.

Quanto ao orçamento comum, continua quase tudo por fazer. Após dois anos de discussão, finalmente há luz verde para o novo instrumento orçamental anunciado para a zona euro, o BICC (*budgetary instrument for convergence and competitiveness*) que visa garantir financiamento para reformas que melhorem a competitividade e a convergência. À partida, são 17 mil milhões de euros dos quais os Estados-Membros podem utilizar 70% do valor que cada um injetar, sendo que haverá uma discriminação positiva para os países mais pobres. No entanto, parece mais uma “não reforma” visto que o BICC não será instrumento de estabilização.

No meio de propostas indecifráveis que se perdem na espuma dos dias, continua a faltar o essencial. Resta saber em que enquadramento jurídico será feita a reforma do euro. Desde já, ao recusar rever o Tratado Orçamental, a Comissão não só mantém todas as regras displicentes, como é o caso do saldo estrutural nulo – uma espécie de abstração teórica, um indicador discutível de estimar e que implica cálculos complexos – não tem qualquer sentido e mostra que Europa não aprendeu nada com os erros. Inclusivamente na declaração de voto do Tratado Orçamental, pode ler-se que, de 1999 a 2011, nenhum país foi capaz de cumprir sempre o limite de défice estrutural de 0,5%, enquanto a percentagem de incumprimentos registada foi de 75%,

¹⁸ Ver discurso proferido por Helmut Kohl, em Jouy-en-Josas a 3 de dezembro de 1991.

bem acima do incumprimento verificado segundo os critérios de 3% de déficit orçamental e 60% de dívida pública em percentagem do PIB.

Mesmo no campo estritamente técnico, conceber a ideia simplista de que existe um limite para a quantidade de bens e serviços que a economia pode produzir é absurda. Os limites existem, de facto, nos modelos onde a estrutura económica é fixa. Mas a economia real está sujeita a mutações imprevisíveis seja por via de inovações tecnológicas que alteram os processos produtivos, aumentando a eficiência, seja por força de catástrofes naturais ou conflitos que ocorrem.

Ainda no campo dos instrumentos de estabilização macroeconómica, destaca-se a transformação do Mecanismo Europeu de Estabilidade numa espécie de Fundo Monetário Europeu, cuja principal alteração passa pelo assumir o papel do FMI na conceção e gestão de programas de ajustamento. De facto, afigura-se um passo importante, ainda assim demasiado tímido. Por exemplo, no que respeita à aprovação dos empréstimos a conceder aos Estados-Membros, não basta substituir a unanimidade anteriormente requerida no MEE por uma maioria qualificada de 85% como se prevê no novo FME. Em ambos os casos, subsiste a perda de tempo de resposta que pode ser precioso para os países em dificuldade e na mira da ameaça dos mercados.

Quanto à harmonização fiscal, dotar as instituições de mecanismos para responder a choques assimétricos, como por exemplo o Mecanismo de Estabilidade Europeu passar a desempenhar um papel mais ativo nas economias nacionais, instituir obrigações seguras – uma espécie de título pan-europeu sem risco –, corrigir a capacidade de investimento e de obter empréstimos, passando pela criação do famoso mecanismo de reciclagem de excedentes como substrato de uma verdadeira estratégia de crescimento e um modelo de desenvolvimento sustentável, e até à formação um Parlamento exclusivo da UEM como uma forma de democratizar a zona euro¹⁹, quase tudo subsiste inalterado.

Observando sem grande detalhe o problema das disparidades fiscais no seio da UE, há países que atuam como verdadeiros *offshore* dentro da própria zona euro. A transferência dos lucros das empresas efetua-se, por regra, em direção aos países onde existem sistemas fiscais mais proveitosos para os rendimentos de capital. Já se tornou usual que os lucros de empresas com atividade no sul da Europa sejam taxados a valores residuais na Holanda, no Luxemburgo ou na Irlanda. Esta competição premeditada espolia os países do Sul de tributar receita gerada no seu próprio território, agudizando o problema de financiamento dos Estados e dos serviços públicos. Até agora, nenhum progresso concreto foi feito pelas instituições europeias para acabar com os sistemas fiscais disruptivos dentro da própria zona euro.

Embora o futuro permaneça imprevisível, o presente dá-nos alguns sinais sobre o que, mais tarde ou mais cedo, pode vir a ocorrer. Quanto aos grandes problemas da UEM, continuarão sem resposta: desequilíbrios financeiros entre os Estados membros; interdependência entre as

¹⁹ Ver, a este propósito, Piketty (2016), que propõe a criação de um parlamento para a UEM como órgão fiscalizador do poder executivo.

dívidas soberanas e os bancos; uma perpetuação da tendência que executa políticas orçamentais pró-cíclicas; falta de mecanismos para corrigir os choques assimétricos; e, como adverte Wolfgang Munchau, falta o mais importante de tudo: a confiança. A recuperação do ciclo económico pode ter desviado a atenção do foco das questões, mas não resolveu nenhuma delas.

O euro impôs aos países periféricos um fardo demasiado pesado de suportar e tem funcionado como um catalisador da destruição política e económica de Portugal. A mudança é urgente, sob pena de se confirmar a tese de Lincoln, “*a house divided against itself cannot stand*”²⁰. As propostas apresentadas em seguida não são inovadoras nem serão suficientes para responder aos desafios da UEM. Mas constituem, porventura, o remédio possível.

5.1.1. O BCE deve assumir o papel de um verdadeiro Banco Central

A hostilidade contra a intervenção dos bancos centrais é filha, não da razoabilidade económica, mas sim do preconceito ideológico. Começou nos EUA com o Presidente Andrew Jackson que restringiu as capacidades da Fed e revelou-se mais tarde no *Tea Party*, antes de ajudar a eleger Trump, em que surgia nas ruas com cartazes com o título: “*Acabe-se com a Fed*”. Ora, os bancos centrais são criados pelos Estados para levar a cabo as diretivas desses mesmos Estados. *In extremis*, podem ser limitados pelos governos – ou, como na antiga prática americana, encerrados. Qualquer que seja a tendência, há décadas que monetaristas, keynesianos e neoclássicos, convergem acerca do papel de prestador de última instância a desempenhar pelo banco central (Piketty, 2014). Pelo que, a noção de que uma regra escrita irá de alguma forma isolar uma autoridade monetária das realidades políticas de um país, ou de uma região, não tem qualquer base teórica, histórica, ou correspondência na experiência atual (Frieden, 2016).

A zona euro caracteriza-se por ter um banco central sem governo. Ao contrário dos EUA, não existe a sinergia entre o Tesouro e o banco central. Na zona euro, os próprios governos nacionais não gozam de qualquer suporte do banco central e viram-se – vêm-se – arrestados contra a rede global de mega bancos, *too big to fail*, que não dispõem de condições para supervisionar (Varoufakis, 2016). Não é de estranhar que na Europa, os países mais poderosos – avessos à regulação do sistema financeiro e ao intervencionismo público – embora não assumam uma posição tão radical, manifestem o desconforto em que o BCE assumia medidas além do mandato conferido estatutariamente para garantir a estabilidade de preços. No fundo, o intervencionismo na ótica *mainstream* apenas serve, como a cronologia recente comprova, para socializar prejuízos do sistema financeiro. Só em Portugal, as ajudas do Estado à banca situam-se na ordem dos 23,8 mil milhões de euros.

Também é particularmente relevante comparar a resposta à crise internacional dos EUA com a da zona euro. Enquanto o BCE recusava descer as taxas de juro, a Fed agiu prontamente através de uma política expansionista que fez baixar o desemprego para a ordem dos 4%. Só em 2013, Draghi baixou as taxas de juro para os níveis que se encontravam nos EUA logo no final de 2008. Ao contrário da Fed, do Banco do Japão ou do Banco de Inglaterra, o BCE não pode atuar

²⁰ Referência ao *House Divided Speech*, proferido por Abraham Lincoln, em 16 de junho de 1858.

para regular a liquidez e as taxas de juro no mercado de capitais. Como resultado, nos seis anos subsequentes à crise, a procura agregada nos EUA e no Reino Unido era cerca de 16% superior a 2008, enquanto na zona euro era apenas 2%. Esta resposta incipiente da Europa à crise deve-se à interpretação de alguns países – especialmente a Alemanha – de que a intervenção do banco central infringe as normas dos tratados que proíbem o financiamento monetário dos défices públicos. Não é primeira vez na história europeia que diferentes perceções do poder da Alemanha contêm as sementes de potenciais agitações. Congregando todos os indícios, há quem afirme que união monetária foi como uma saída ágil para a habilidade demoníaca da Alemanha em tentar destruir a Europa (Marsh, 2010).

Apenas em 2010, o BCE lançou o programa de compras de títulos de dívida em mercado secundário, o *Security Market Programme*. As compras líquidas de ativos através do *Quantitative Easing*, assim como o programa de OMT, permitiram diminuir significativamente a instabilidade financeira na zona euro, favorecendo a redução acentuada dos custos de financiamento das economias mais afetadas pela crise (Louçã et al., 2017). Contudo, não bastam estes programas ou utilizar válvulas de escape como o *Target 2*, para contornar o problema de fundo²¹.

O papel do BCE tem de ser revisto. A zona euro precisa de um banco central sem amarras, portanto sem estar impedido de funcionar como prestador de última instância. Neste âmbito, já existe o Mecanismo Europeu de Estabilidade, criado em 2012. Só que, além de ter recursos limitados, a objeção estatutária obriga a que as decisões sobre os empréstimos aos Estados-Membros sejam tomadas por unanimidade, o que desde logo retira capacidade e *timing* de resposta em situações de vulnerabilidade. É por isso que é tão importante ter o BCE como prestador de última instância. Só o BCE pode desempenhar esse papel e seria uma alteração exequível que fortaleceria o euro e dotava a arquitetura da UEM de um mecanismo de reação rápida para fazer face a choques, capaz de proteger os Estados-Membros e a própria moeda única da especulação.

Stiglitz (2016) aponta para a necessidade de instituir um mecanismo para regular o crédito. O sistema bancário europeu está mal construído. Há ocasiões onde o crédito é exagerado e outras onde é demasiado baixo, acabando por gerar ciclos de inflação e deflação, decorrentes da variação da procura agregada. O que determina se uma economia está ou não *underheated* é aquisição de bens e serviços, seja através do consumo ou de investimento. Apesar de existir mercado comum, não há taxas de juro comuns para os ativos. Portanto, a única forma de exercer esse controlo do crédito seria, mesmo não produzindo moeda, com recurso ao Banco de Portugal, dotando-o de mais ferramentas de regulação e fiscalização para cumprir esta “nova tarefa”, de funcionar como retentor ou mesmo como uma espécie de polícia do crédito.

Mas isto não basta, deveria ir-se mais além: para estabelecer a ligação entre o tesouro dos Estados-Membros e o banco central, muito fortaleceria que a direção do BCE passasse ser eleita

²¹ O Target 2 foi o sistema que no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais assegurou a liquidez nas transações entre países da zona euro, na primeira fase do pós-crise 2008.

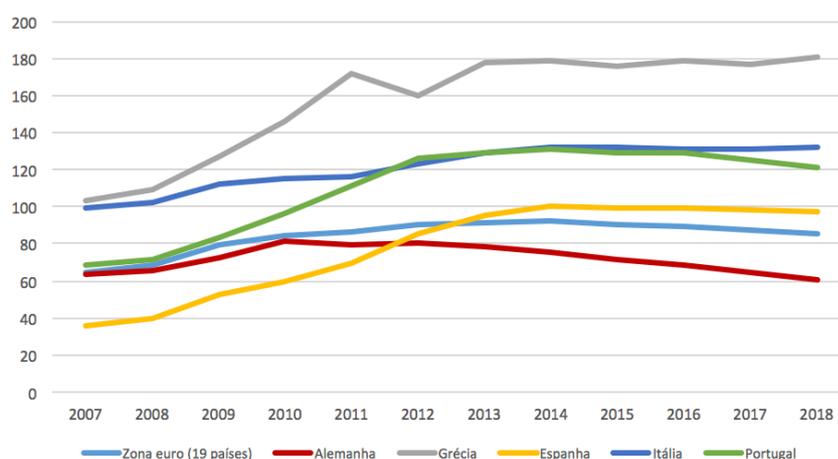
pelos Estados, à imagem do que sucede com a Comissão Europeia. Aqui, é importante ter presente que o BCE, no limite e em momentos de tumulto, pode mesmo assumir-se como o 4.º poder, como já sucedera nos EUA com a Fed²². Mais uma razão para os seus responsáveis serem eleitos pelos Estados, ao invés da UE continuar a proteger um sistema de nomeações onde as “portas giratórias” que controlam a transição de quadros entre o setor público e o setor privado estão em constante movimento, e não abonam em favor da transparência e credibilidade das instituições.

Piketty no “seu” tratado para a democratização da zona euro, pese embora sugira avanços, comete um erro principiante: não incluir a revisão do TFUE que estipula as competências e o modo de atuação do BCE. Sem uma alteração radical nos poderes e nos objetivos do BCE, dificilmente teremos um banco central dotado de mecanismos céleres para enfrentar a próxima crise²³.

5.12. Aliviar o peso da Dívida Pública

Enfrentamos agora um legado de dívida cuja sustentabilidade é questionada para as próximas décadas, resultado do fracasso das nações credoras e da Comissão Europeia que as representa ao invés de agir de acordo com os interesses do sistema como um todo (De Grauwe & Ji, 2013). Segundo os dados do Eurostat, Portugal tem a terceira maior dívida pública da zona euro, apenas por detrás da Grécia e Itália. A crise não foi causada pelo excesso de dívida dos Estados. Os desequilíbrios externos são, na sua maioria, privados. Contudo, o *front-loading* austeritário que prometia colocar as contas públicas em ordem, teve o efeito contrário (ver Figura 4).

Figura 4 – Evolução da Dívida Pública em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat

Manter situação da dívida pública portuguesa nos termos atualmente previstos significa, em suma, o estrangulamento da economia caso não aconteça uma reestruturação. E que tipo de reestruturação pode avançar atualmente? Afastada a mutualização da dívida na zona euro num horizonte próximo, resta ponderar alternativas de curto-prazo cuja responsabilidade recai sobre

²² Ver *In Fed We Trust*, pp. 2-9.

²³ Ver *Treaty on Democratization of the Governance of the Euro area*.

os Estados e que não impliquem a assunção de risco partilhado.

Para resolver o problema da divergência de uma forma estrutural seria necessário estabelecer um mecanismo de reciclagem de excedentes intracomunitário, como é superficialmente defendido acima. Porém, sendo inexecutável nesta fase do projeto europeu, é possível encontrar uma alternativa, ainda que indiretamente, permita transferências orçamentais entre países: a criação de uma obrigação europeia sem risco e sem mutualização. A ideia da criação de “obrigações europeias seguras” que não implicam transferências orçamentais diretas entre países tem a vantagem de não exigir a revisão dos tratados. De acordo com Reis (2017), é preciso um ativo europeu sem risco que seja alternativo às tradicionais Obrigações do Tesouro. Perante a impossibilidade política de avançar com as *eurobonds*, i.e., dívida conjunta da zona euro com responsabilidade partilhada entre os países, a vantagem destas obrigações seria evitar, em tempo de crise, fugas de capital da periferia para o centro, como sucedeu recentemente nos países intervencionados. O modelo em si é complexo e, na prática, acaba por deixar os Estados sujeitos à disciplina do mercado, uma vez que só parte da dívida seria comprada pelo fundo europeu criado para o efeito.

Colocada também de parte a hipótese de um *haircut* no valor da dívida e/ou a reestruturação que não depende exclusivamente das autoridades portuguesas mas sim da vontade dos credores, resta-nos utilizar, como é defendido por muitos economistas, as provisões do Banco de Portugal para aliviar o peso da dívida²⁴. Utilizar esta “almofada” consiste em aplicar os juros poupados com o programa de compra de dívida (PSPP), por parte do BCE que ficam retidos pelo Banco de Portugal.

No que respeita à política provisional ao abrigo do PSPP, Portugal só é ultrapassado por Malta, Eslováquia e Luxemburgo, com uma taxa de provisionamento acima dos 4% enquanto a média da zona euro se situa em 1,7%. As provisões, nomeadamente no sistema financeiro, servem para cobrir o risco de crédito cuja cobrança comporta riscos para os bancos ou para precaver uma eventual depreciação dos ativos. O Banco de Portugal não empresta crédito às famílias nem às empresas, pelo que nenhum destes cenários se coloca, uma vez que o devedor é precisamente o Estado português em que, por estranho que pareça, esta política de provisões do BdP tem o efeito contrário de aumentar o risco do Estado não cumprir os seus compromissos (Louçã et al., 2017).

Aliviar o peso da dívida pública implica ter um equilíbrio negocial, no qual se deve optar por uma estratégia de extensão de maturidades e, em simultâneo, que o Estado passe a reter maior provisão dos dividendos oriundos do Banco de Portugal cujo lucro advém da compra de dívida pública nacional. Uma vez que compete às autoridades nacionais decidir sobre as provisões do Banco de Portugal, é um caminho que devemos prosseguir.

²⁴ Esta medida surge justificada ao pormenor no Relatório sobre a Sustentabilidade das Dívidas Externa e Pública (2017).

5.1.3. *Helicopter Money* para os Estados – a medida de curto-prazo que precisamos para combater a *Estagnação Secular*

Nos últimos anos registou-se uma forte aceleração do crescimento, redução do desemprego para níveis alcançados em 1991, crescimento robusto das exportações, criação de emprego líquido em máximos (mais de 240 mil postos de trabalho em dois anos, segundo os dados do INE), e redução das taxas de juro dos títulos de dívida pública, que permitiu inverter a tendência dos últimos anos de agravamento acentuado do rácio da dívida pública em percentagem do PIB.

No entanto, Em 2018, o PIB cresceu 2,4%, uma desaceleração face a 2017 (3,5%). Mas por que razão Portugal ainda não recuperou plenamente? Uma explicação passa pela ótica de que existe uma deficiência crónica da procura, e que está inflacionada pelos ciclos entre o crescimento de bolhas e a dura recuperação dos seus fragmentos, quando rebentam. Esta perspetiva confirma ainda dois aspetos: primeiro, que Keynes tinha razão quando defendeu que o equilíbrio não advém dos mercados *per se*. Até os mais ortodoxos banqueiros centrais como Alan Greenspan não resistiram a ajustar taxas de juro para garantir equilíbrios que não ocorreriam automaticamente. Segundo, confirma que os governos mergulharam na obsessão pelo controlo do défice – inclusive além das metas do Tratado Orçamental – sem que a viragem económica fosse assegurada, naturalmente penalizando os cidadãos ao evitar estímulos orçamentais, consentindo que o período de consolidação da retoma se arrastasse durante mais tempo do que seria aceitável.

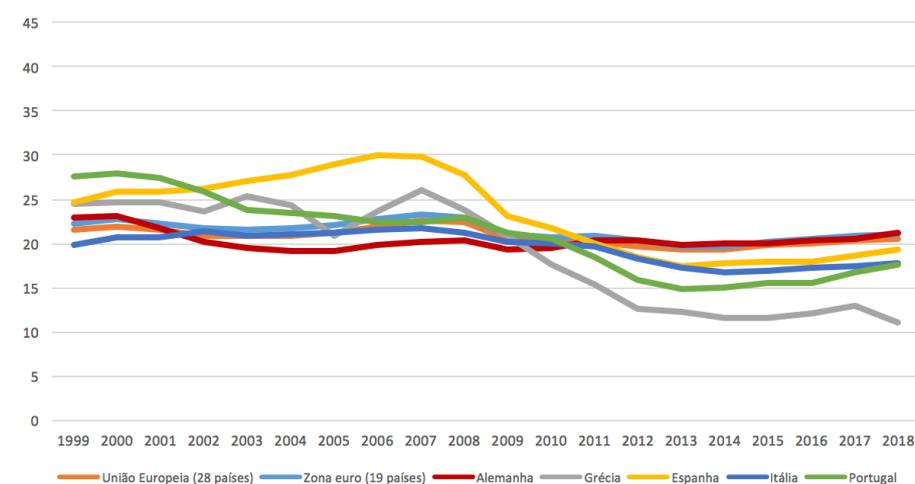
Embora a trajetória de crescimento económico seja positiva, a criação de emprego tem por base setores pouco produtivos, como é o caso do turismo. Um setor que se caracteriza, por norma, pela contratação de mão-de-obra desqualificada que tende a praticar salários baixos e que acima de tudo é incapaz de acrescentar valor de modo a contribuir para o aumento da produtividade, devido à típica e difícil incorporação de inovação tecnológica por comparação com a indústria.

A competitividade não advém apenas da moeda que utilizamos, depende de múltiplos fatores, entre os quais a produtividade e o capital nas vertentes do investimento público ou privado. Afirma Mazzucato (2015), o dinheiro resultante da política monetária expansionista acaba por ficar no sector bancário que o reinveste em novos produtos sem criar oportunidades para o investimento. A afetação de recursos na economia entre diferentes setores derivou na evolução negativa da produtividade, ora veja-se o perfil com que a economia portuguesa saiu da crise. É um pouco o corolário lógico da falta de prioridade em relação à política industrial, à medida que foi sendo estimulada uma economia com um peso considerável do capital fictício, a que se referia Marx.

Segundo o estudo de (Girardi et. al, 2017) ao analisarem o aumento da procura em 94 países da OCDE, no período entre 1960 e 2015, e após dissecarem o impacto da despesa pública e da procura externa sobre os principais resultados macroeconómicos na década seguinte, concluem os autores, que a principal evidência resultante do aumento da procura agregada provoca efeitos persistentes sobre o PIB e sobre o emprego, assim como na produtividade, sendo que todos estes “fatores” não podem ser considerados totalmente independentes.

Enquanto a Alemanha acumula excedentes desde a viragem do século, resultando nos desequilíbrios comerciais em que toda a zona euro está mergulhada após a Grande Recessão de 2008, a procura e o investimento colapsou na periferia. O paradoxo é de tal ordem que com a resposta displicente da Europa à crise, os países que mais necessitavam de investimento foram aqueles onde o desinvestimento mais se acentuou, como se pode observar na Figura 5, com Portugal e Grécia a divergirem da média da zona euro.

Figura 5 – Formação Bruta de Capital Fixo em percentagem do PIB



Ainda assim, Portugal passou a estar no grupo das cinco economias da zona euro com acelerações de crescimento superiores a 1 ponto percentual em relação ao ano anterior. Apesar desta melhoria no crescimento, Portugal está longe de atingir taxas de crescimento que permitam uma recuperação sustentada dos efeitos nefastos da crise. O risco de estagnação secular para o grupo das economias da zona euro mais afetadas pela crise mantém-se intacto. Dependendo apenas do investimento do setor privado para recriar o processo de crescimento económico é tanto desaconselhável como incongruente. Esta circunstância, fortalece o argumento para aumentar o investimento público como ignição para o aumento da procura agregada (Wessel, 2017).

A recuperação do investimento privado é insuficiente para promover o crescimento robusto de que precisamos. Ao atravessarmos, hoje, um longo período de recuperações muito frágeis no seguimento de uma grande recessão, faz com que chance de estagnação secular deixe de ser apenas uma hipótese teórica. O conceito de estagnação secular, trazido pela primeira vez à discussão pelo economista Alvin Hansen, na década de 1930, não só regressou ao debate como é chave para interpretar a fraca recuperação económica do nosso tempo. Segundo Hansen (1939), a essência da estagnação secular consiste em recuperações doentes que morrem na infância e depressões que se alimentam a si próprias. As economias desenvolvidas sofrem desequilíbrios resultantes de uma crescente propensão a poupar e uma queda da propensão a investir. O resultado é a quebra da procura, reduzindo o crescimento e a inflação. Por sua vez o desequilíbrio entre poupança e investimento tem efeitos na diminuição das taxas de juros reais. A solução para esta conjuntura passa por seguir uma política orçamental expansionista levada

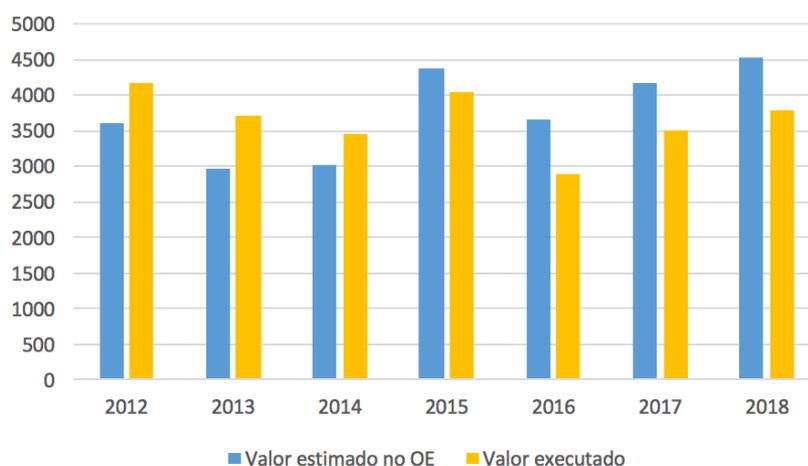
a cabo pelos governos, no sentido de ajudar a superar a estagnação secular e recuperar o crescimento duradouro (Summers, 2016).

Assim, sem o impulso necessário à procura, a Europa permanece como um terreno fértil para perpetuar os obstáculos resultantes da crise, uma vez que demonstra dificuldade em ultrapassar o contexto de estagnação secular, comparativamente com os EUA, dado o seu crescimento mais lento e a presença de uma estrutura política restrita e desadequada (Krugman, 2014). É nesta conjuntura complexa que as disparidades económicas entre os Estados-Membros da área do euro tornam difícil prever a evolução futura, uma vez que não existe nenhuma panaceia para ultrapassar a estagnação a longo prazo.

A teoria económica propõe abordagens diferentes para enfrentar uma recessão: uma delas é que a recuperação da economia passa por estimular o lado da procura²⁵. Neste sentido, a prioridade deveria implicar a utilização de respostas orçamentais, em especial o investimento do setor público. política monetária do BCE não pode nem deve ser a única forma de estabilização macroeconómica na zona euro. É necessário que a política orçamental dos Estados-membros também entre em jogo. Como afirma Spence (2016), a Europa está a pagar um preço elevado por subutilizar a sua capacidade orçamental, com particular impacto nos países como Portugal, que registou uma queda abrupta do investimento público desde 2010, deixando o país com níveis de investimento público muito abaixo da média da zona euro.

Nos últimos anos, embora o XXI Governo abandonasse o *austericídio*²⁶, repondo progressivamente os rendimentos (aumento da despesa em salários e pensões), a redução do défice orçamental justifica-se, em parte, pelos cortes no investimento público em percentagem do PIB que fizeram o país atingir o mínimo histórico nas três décadas cobertas pela série estatística do Eurostat (ver Figura 6).

Figura 6 – Investimento Público em milhões de euros



Fonte: Ministério das Finanças, INE

²⁵ Ver *Secular stagnation and the euro area*, Briefing of the European Parliament, Fevereiro de 2016.

²⁶ Expressão cunhada pelo Ex-Presidente do Governo de Espanha, Felipe González. No livro *À Procura de Respostas* (2013), sobre Portugal, refere. “quando observo a situação em Portugal, pergunto-me se alguém acredita, de boa fé, que a situação social, económica ou política melhorou com as políticas *austericidas* dos resgates”. Segundo o autor, é necessário parar de vez a austeridade até porque não se luta contra o défice com ajustamentos.

Desta forma, o investimento público tem sido a área da política económica mais negligenciada. Em 2019, a Comissão Europeia prevê que o investimento público em Portugal se situe em 2,3% do PIB, o que significa a segunda taxa mais baixa de toda a UE, apenas ultrapassada por Itália (1,9% do PIB). Por outro lado, conhecidas as previsões da execução orçamental, tudo indica que Portugal consiga um défice inferior a 0,1% ou superavit orçamental já em 2019. Estes números são consequência de vários fatores conjunturais internos e externos que desencadeiam uma questão controversa, mas muito pertinente: pode o valor do défice ser baixo demais? Podem estes números comprometer a recuperação económica, nomeadamente quanto à qualidade do emprego, assim como no que respeita ao desenvolvimento do país e melhoria dos serviços públicos?

Um superavit implica uma contenção da despesa pública e consequente degradação dos serviços públicos essenciais²⁷. Mais: o país prolonga a recuperação enquanto colhe frutos de uma conjuntura extremamente favorável de reanimação cíclica que (ainda) ocorre após a crise de 2008.

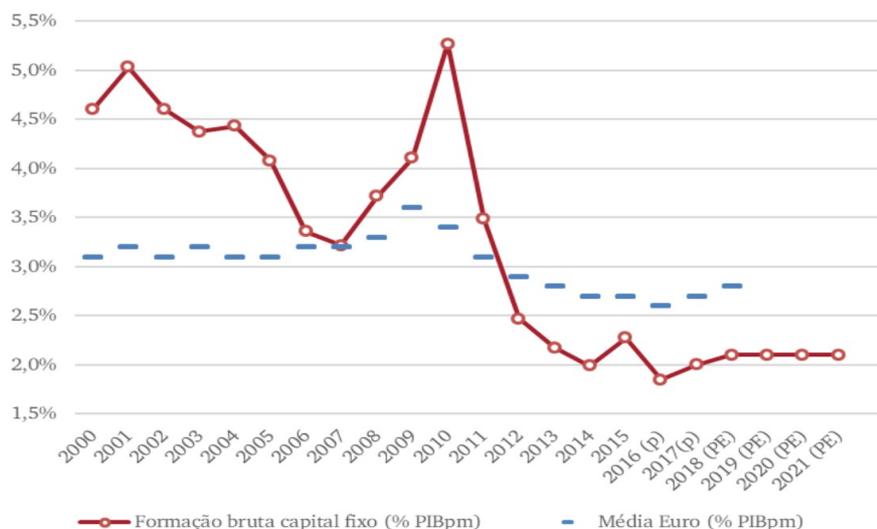
O estímulo orçamental seria a solução mais adequada para ultrapassar a lenta recuperação porque o vazio deixado pelo Estado após décadas de neoliberalismo não foi preenchido pela iniciativa privada. O setor privado não investe o suficiente para que a produção alcance o seu potencial, mesmo contando com incentivos de uma política monetária convidativa. É por isso que precisamos de curas radicais. Keynes referiu, a propósito da Grande Depressão, que “a economia estava com um problema no dínamo”, enquanto apontava para os sistemas elétricos dos automóveis antigos que, em regra, gozavam de pouca fiabilidade e curta duração. Mas o que Keynes queria realmente dizer é que o problema não estava no motor da economia, mas sim nos detalhes. Detalhes esses que poderiam ser concertados caso fosse essa a orientação da política económica. E no seu tempo foram concertados, em parte, com o *New Deal*.

O problema de dínamo do nosso tempo, reside no facto do investimento público ter sido, em certa medida, asfixiado pela crença no mercado livre como uma espécie de Deus pós-moderno. O síndrome da deficiência crónica da procura²⁸, apenas pode ser combatido com uma eficiente gestão política por parte das entidades públicas em primeira instância, mas sem descorar objetivos futuros indispensáveis como o adequado controlo regulatório dos mercados financeiros. E tudo indica que falta determinação para grandes mudanças. No Programa de Estabilidade 2017-2021, o governo previu a manutenção do investimento público no valor de 2,1% do PIB até 2021 (ver Figura 7).

²⁷ Em 2017, o Conselho de Finanças Públicas estimou que Portugal iria atingir superavit orçamental só 2022 e, em simultâneo, a despesa pública primária rondaria os 38% do PIB, contrastando com a média da UE, cerca de 45% do PIB.

²⁸ Ver, a este propósito, Martin Wolf, *The curse of weak global demand*, Financial Times. Disponível em: <https://www.ft.com/content/3e4be7f8-6e4b-11e4-afe5-00144feabdc0>

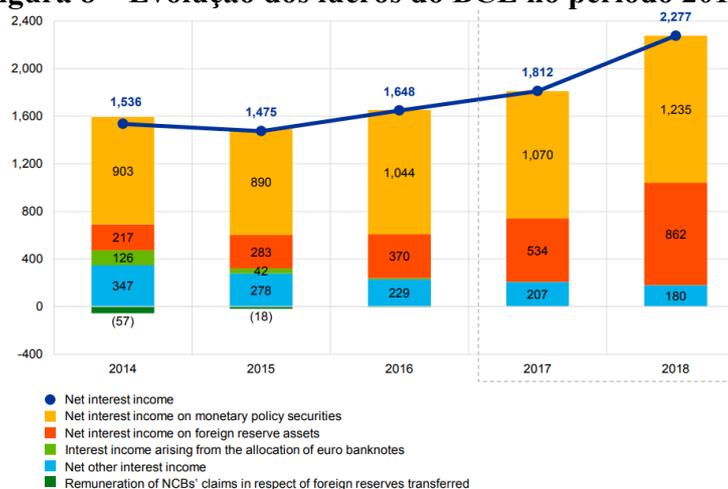
Figura 7 – Evolução do Investimento Público em percentagem do PIB



Fonte: in Estratégias Orçamentais 2017-2021(2017) IPP, MF, Comissão Europeia, INE

Qualquer que seja a estratégia de política económica, se partir do pressuposto que as metas orçamentais da UEM são para cumprir à risca, fica desde logo fortemente sequestrada. Ora, na atual crise europeia para países na situação de Portugal, constitui um paradoxo reivindicar a política orçamental no sentido de apoiar a retoma económica caso seja impossível violar os limites do défice e da dívida. Posto isto, perante o esgotamento da política monetária convencional e mesmo dos programas de compra de ativos que o BCE tem levado a cabo – que já deu provas de ser insuficiente –, é preciso o contributo urgente do lado da política orçamental. Mas, ao contrário do que defende o FMI, esta política orçamental expansionista deve ser levada a cabo pelos governos dos países que justamente não dispõem de folga orçamental. Além do mais, desde 2010, o BCE retém lucros resultantes de juros da dívida pública portuguesa superiores a 7,9 mil milhões de euros, obtidos no âmbito do SMP²⁹. Este montante deveria ser reivindicado pelo governo português e utilizado para recuperar o investimento público e com isso impulsionar o crescimento económico.

Figura 8 – Evolução dos lucros do BCE no período 2014-2018



Fonte: in BCE Annual Accounts (2018)

²⁹ Ver *ECB Annual Report for 2018*. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.en.pdf?7a585405b32e412627caba80e61a8e7e>.

Não obstante, a zona euro sofre do mesmo dilema que o Japão sofreu nos anos 1990 e com consequências semelhantes – muitos anos ou mesmo décadas de crescimento anémico e inflação excessivamente baixa.

Turner (2015), por exemplo, argumenta que a criação futura de crédito privado deve ser constrangida através de políticas macroprudenciais coordenadas de forma diferente para cada país da área do euro. Mas, enquanto as soluções de longo prazo não são possíveis de adotar, no curto prazo é possível agir. Precisamos de uma resposta excepcional para circunstâncias, também elas, excepcionais. Segundo o fundamento de Friedman (1948), que não pugnou por ser um intervencionista, a despesa pública deve ser financiada através de receitas de impostos ou com a criação de moeda. Caberá às autoridades monetárias a criação de moeda quando o governo regista défices e restringir a liquidez quando regista excedentes. O facto de o autor sugerir o financiamento dos défices públicos através da criação de moeda como uma estratégia concertada entre a política monetária e a política orçamental, utilizando a criação de moeda de forma contracíclica, não só é inusual para a sua corrente ideológica, como contrasta com a experiência recente.

Os estímulos de 60 mil milhões de euros mensais para comprar dívida pública e privada nos últimos anos – passando o BCE a deter mais de 30 mil milhões de euros em títulos de dívida portuguesa –, acabaram também por ajudar a produzir o efeito pernicioso de criar empregos com base em baixos salários³⁰.

Perante esta falha evidente do mercado, um cenário no qual as taxas de juro próximas de zero já não conseguem estimular a procura agregada, registando-se a incapacidade das autoridades monetárias de influenciar a economia através de reduções adicionais da taxa de juro, o Estado tem de agir mesmo partindo do princípio que não sendo a política monetária totalmente inoperacional num contexto de taxas de juro nulas ou próximas de zero, como afirmam (Gameiro & Pinheiro, 1999), a verdade é que o putativo canal do crédito bancário tem sido incapaz de estimular o investimento privado. No fundo, confirma-se o aforismo “*you can lead a horse to water but you can't make him drink*”, ou seja, pode-se seduzir os empresários com as taxas dos empréstimos baixas, mas não é possível fazê-los pedir empréstimos e gastar em novos bens de investimento (Samuelson, 1948). Podemos estar a viver uma situação de armadilha de liquidez clássica, à imagem do que Keynes observou após a Grande Depressão, com a diferença de, no panorama atual, não se dever a um excesso de poupança, mas sim à falta de investimento.

A questão que importa responder, é como sair desta encruzilhada? Se a política monetária deixou de produzir efeitos, a experiência demonstra que ao invés de tentar desenlaces perfeitos, as opções políticas podem ser melhor sucedidas atenuando as imperfeições inevitáveis. É aqui que surge a saída virtuosa: apostar na política orçamental expansionista consubstanciada pelo aumento do investimento público. A política orçamental é uma arma que está guardada há demasiado tempo e deve ser usada o quanto antes. Sobretudo, sabendo de antemão que o

³⁰ Portugal é o 4.º país da OCDE com o salário médio mais baixo. Ver: <https://data.oecd.org/earnwage/average-wages.htm>

investimento não é apenas a oferta de amanhã, mas a procura de hoje³¹.

Posto isto, chegou então a altura de adotar uma medida arrojada, neste caso: o famoso *Helicopter Money*, introduzido por Milton Friedman e recuperado para o debate pós-2008 por Ben Bernanke, Ex-Presidente da Fed. Todavia, com uma perspetiva diferente. Isto é, ao invés de “distribuir dinheiro pelas pessoas” como Milton Friedman propôs em *The Optimum Quantity of Money*, posteriormente repescado por Ben Bernanke, que basicamente consiste no aumento da liquidez por parte do banco central de forma permanente, injetando dinheiro na conta dos cidadãos, algo que poderia ser feito, por exemplo, com recurso a transferências bancárias para as famílias e para as empresas ou através de benefícios fiscais, o *Helicopter Money* surge aqui proposto como política de recurso de forma a impulsionar a procura agregada, neste caso o consumo público, e assim criar as bases para o crescimento económico sustentável.

A sua exequibilidade deve ser assegurada pelo banco central, passando o BCE a deter o poder de financiar diretamente os Estados de forma discricionária, apoiando apenas os países cuja economia vive um período de recuperação muito ténue e onde o investimento privado já demonstrou ser insuficiente para assegurar a retoma sustentada da economia.

Os críticos da ideia afirmam que a implementação iria criar uma panóplia de dificuldades práticas e políticas e, particularmente, que os consumidores poderiam optar por poupar o dinheiro em vez de fomentar o consumo. Mas com o *Helicopter Money* exclusivamente destinado ao consumo público não se verifica este dilema.

Contudo, para evitar derivas despesistas ou acumulação de encargos futuros decorrentes de opções imponderadas, o financiamento apenas poderia ser consignado com base em políticas públicas desenhadas para investimento nas áreas como a especialização tecnológica, reorientação do tecido produtivo, a aposta na ferrovia, descarbonização da economia e outros investimentos estruturantes para o país, para tal com necessária aprovação na Assembleia da República³². Como também é hoje clara a premência de apostar em políticas públicas transversais que incrementem a produtividade e diminuam custos de contexto, e tendo em conta que as PME representam o grosso do emprego, deve ser feito um diagnóstico profundo dos entraves, sobretudo no que concerne aos custos de contexto e barreiras mantidas pelo Estado, i.e., morosidade da justiça, burocracia excessiva e dispersão de funcionalidades por vários serviços públicos, entre outros³³.

Com o objetivo de estimular a economia e de aproveitar os estímulos monetários do BCE, o

³¹ Ver Jimeno et al. (2014), *Secular stagnation: A view from the Eurozone*, Vox.Eu.

³² A aprovação parlamentar destes investimentos não deve carecer de maioria qualificada. Uma vez eleitos e na plenitude dos seus poderes, a maioria simples dos deputados à AR reúne todas as condições para, de acordo com o mandato confiado pelos eleitores, decidir em consciência. Se assim não for, a circunstância política e a habitual alternância democrática, colocará sérias dificuldades a eventuais consensos alargados e, conseqüentemente, será posta em causa a viabilidade dos projetos.

³³ No fundo é consubstanciar programas concretos para superar a falta de investimento que Portugal e outros países têm em determinados setores. O Governo português já apresentou em Bruxelas um projeto-piloto centrado nas qualificações que poderia ser replicado a outras áreas.

investimento público deve ser a arma do lado da política orçamental como motor do desenvolvimento³⁴. Esta solução nunca pode ser encarada além de uma terapia de choque. Quando o setor privado é incapaz de relançar a economia, o Estado não pode permanecer alheado. Quer isto dizer que devem ser os orçamentos públicos a compensar a incipiência dos privados? Mais ou menos. Até porque, talvez a economia se encontre mesmo no ponto mais sólido desde que aderimos ao euro. No entanto, não é razoável que o investimento público, fique abaixo dos 2% do PIB. Mais: o baixo investimento público constitui, a médio prazo, um problema estratégico para o país.

Como resultado expectável, a procura agregada iria aumentar por força do investimento público. Uma vez que não estamos a atravessar uma crise deflacionária como nos anos 1930, a liquidez criada através do *Helicopter Money* poderá aumentar a inflação de uma forma descontrolada, isto se os estímulos forem mantidos por um longo período de tempo. Os Estados terão assim de subscrever um compromisso de que abdicam da política expansionista quando o crescimento da economia estabilizar.

A concretização desta proposta sob a forma de medida prática exigirá, obrigatoriamente, uma visão comum entre os Estados-Membros que dela mais necessitam e a receptividade das instituições da União Europeia. No entanto, é altura dos Estados, sobretudo os mais afetados pela crise, distinguir o urgente do que é relevante, pois um e outro, nem sempre coincidem.

5.2. As propostas federalistas em cima da mesa e a sua viabilidade

Assumir uma Europa federal como a solução que poderá salvar a UE da hegemonia germânica e da fragmentação é, no mínimo, excesso de otimismo. Na defesa do federalismo – por estranho que pareça –, os Estados Unidos da América de James Madison e Alexander Hamilton, tornaram-se o prisma ideal para reformar uma Europa incipiente e pouco democrática. De um lado, temos uma união monetária devidamente estruturada, compreendendo transferências diretas entre Estados em função da riqueza produzida, e porventura mais relevante, encontramos uma união política que não dispensa, no campo da política económica, a fidelização entre o Tesouro e o banco central. Do outro, temos uma união comercial, que foi evoluindo para uma união monetária, mas que negligenciou o plano político embora o intercâmbio de culturas e valores seja inegável desde então (Soromenho-Marques, 2014).

Em termos históricos, a realidade da Europa é completamente diferente dos EUA. Não é possível construir um Estado europeu. Mesmo que esboçasse a implementação de um mecanismo de reciclagem de excedentes nos moldes que sugere Varoufakis (2015), como sucede nos diferentes Estados dos EUA e na Alemanha entre *Landers* – que permitiria a países como Portugal sair da condição de devedor e passar a região subsidiada –, o salto para o federalismo choca na dimensão cultural e política própria de cada país. Por isso, a utopia federalista é inexequível no plano cultural e político e não deve colocar refém a economia, sob

³⁴ Ver, a este propósito, Mazzucato (2015).

pena desta ser posta ao serviço de sonhos que elites mais ou menos iluminadas decidem fazer transparecer como se fossem comuns à sociedade em geral. Cedo ou tarde se pagaria caro esse erro.

5.3. A proposta de saída do euro e a sua viabilidade

Pese embora as incertezas futuras para a economia portuguesa decorrentes da participação no euro, a saída de forma voluntária, seria politicamente incongruente, bem como economicamente desastrosa. Não é possível olhar para a economia depois da globalização com um filtro de como se nunca tivesse ocorrido, além de que a saída voluntária afigura-se uma impossibilidade prática, mais não seja porque a sua concretização implica que Portugal saísse também da União Europeia, através dos mecanismos previstos no Artigo 50.º do Tratado da UE.

Ao contrário do que defendem os adeptos da saída unilateral, a participação no euro não é opcional. À exceção da Dinamarca e do Reino Unido, e a Suécia porque simplesmente não cumpre os critérios necessários à adesão embora do ponto de vista jurídico continue obrigada a entrar, participar no euro é uma obrigação de todos os Estados-Membros da UE. Neste sentido, a única via possível para uma saída ordenada que só dependa da vontade das autoridades portuguesas implica também a saída UE. A julgar pela experiência recente do Reino Unido, a longa duração de um hipotético processo de saída de Portugal teria um forte impacto na economia nacional e, com a incerteza gerada, estava endereçado o convite aos mercados para especular contra Portugal.

Em todos os cenários, à exceção da saída concertada, a hipótese de Portugal abandonar o euro sem que isso implique abandonar a União Europeia é muito improvável.

Como podemos verificar, após o referendo do *Brexit*, uma das economias mais pujantes do mundo, mesmo com moeda própria – que lhe permite ter uma capacidade de resistência face às imposições europeias e à volatilidade dos mercados que Portugal simplesmente não tem – atravessa um processo de saída envolto em indefinições e riscos imprevisíveis.

Partindo do princípio de que a saída ordenada acontece mesmo, ainda assim, a opção de voltar a uma moeda nacional teria várias consequências negativas. Primeiro, iria provocar uma corrida aos bancos, pois quem não levantasse os euros viria todas as suas poupanças transformadas em escudos, portanto com um valor nominal substancialmente inferior. Vejamos o simples exemplo: se o euro não se desmoronasse, continuaria a ser uma moeda forte e muito provavelmente até com uma conversibilidade superior a 1 euro = 200,48 escudos, tal como aconteceu no passado. No limite, ninguém poderia obrigar os portugueses a entregar os euros uma vez que a moeda continuava em circulação, cenário que desencadearia uma fuga de capitais sem precedentes. A não ser que a introdução fosse efetuada num fim-de-semana e na segunda-feira seguinte o escudo já estaria em circulação. Mas até esta hipótese choca com a própria saída ordenada que, *a priori*, presume um debate no seio das instituições europeias com consequências e eventual pânico. A mera expectativa de que uma negociação deste tipo, em si complexa e com elevada controvérsia, pudesse ser mantida discretamente até ao momento da saída é muito pouco provável.

Mas, admitindo que a saída se concretiza com a benevolência dos parceiros europeus, sem o pânico e a fuga de capitais, mesmo assim é discutível a sua viabilidade. O principal argumento de voltar a ter moeda própria é desvalorizá-la. Com a desvalorização cambial as exportações aumentavam, uma vez que os produtos portugueses se tornavam mais baratos, adquirindo maior competitividade.

No entanto, o reverso da medalha resultaria num modelo económico excessivamente à mercê das exportações enquanto motor do crescimento. O que, em caso de recessão nos principais parceiros comerciais, o país enfrentaria sérias dificuldades. Além disso, excetuando a exportação de serviços – onde se inclui o turismo, restauração e alojamento –, a generalidade das exportações portuguesas têm, dentro delas, uma forte componente importada. Basta observar as exportações de bens como, por exemplo, os automóveis da Autoeuropa ou o petróleo refinado da Galp via porto de Sines. Ambos têm por base produtos importados (peças e componentes de automóvel – que por vezes chegam a bloquear a produção da fábrica devido à escassez – e o petróleo bruto ou *brent* que serve de referência para o mercado português).

Outro efeito considerável, incidiria sobre as importações de bens de primeira necessidade. Deixar o euro, seria prejudicial à preservação do estado social. Em consequência da saída, o financiamento externo teria forçosamente de aumentar e com ele, as importações a preços mais altos cujo impacto recairia, desde logo, sobre um dos pilares do estado social: o SNS, nomeadamente, na compra de medicamentos que o país tinha de continuar a fazer ao estrangeiro.

Um dos principais argumentos para rejeitar o debate sobre a saída do euro, é o de que, com a nova moeda, teríamos uma explosão do endividamento do país. Ora isso não é adquirido. A *lex monetae*, que emana do direito internacional, determina a conversão automática da dívida emitida em euros na nova moeda nacional. Bem mais complexos e imprevisíveis seriam os riscos e consequências decorrentes da redenominação. Os detentores de títulos da dívida iriam incorrer em perdas idênticas à presumível desvalorização do novo escudo.

De acordo com Louçã e Amaral (2014), os valores sugeridos por diversos autores para a desvalorização convergem na ordem dos 40%. Além disso, uma desvalorização tem riscos inerentes que se predem com a eventual desconfiança na nova moeda, quer externos quer internos, o que pode arrastar e acentuar a desvalorização, agravando os efeitos recessivos por via da contração do consumo interno. De facto, esta medida tem de ser compensada com uma estratégia de crescimento concertada para o país. Mesmo num cenário em que a saída não acarretasse eventuais retaliações dos credores em relação à dívida pública, a essência da saída do euro seria feita em nome da competitividade externa com a esperança de que o período de dificuldades após a saída fosse mais curto do que aquele que o país enfrenta de estagnação, caso se mantenha subjugado às regras obtusas da moeda única.

No entanto, a expectativa de que no longo prazo a desvalorização cambial traria alguns ganhos de competitividade à economia portuguesa enfrenta o difícil paradoxo – enquanto pretende lá

chegar – de que a única coisa que tem para oferecer no presente é um horizonte de sacrifícios que iriam incidir justamente sobre aqueles que pretendemos desonerar.

Ainda assim, admita-se um cenário em que o país sai do euro de forma ordeira. Só o fim do mercado único – onde continuariam os principais parceiros comerciais de Portugal – acarretaria um aumento de taxas alfandegárias e barreiras comerciais que acabariam por neutralizar a competitividade alcançada através da desvalorização cambial da moeda própria.

Ninguém pode prever com exatidão quais os danos de uma saída voluntária do euro. Mas seria desde logo uma decisão impopular, quando a taxa de aprovação da UE entre os portugueses é a mais alta desde que entrou em circulação a moeda única³⁵. O Estado nunca conseguirá garantir, muito pelo contrário, que uma substituição do euro por esse “novo escudo” fosse pacífica. A saída do euro apenas seria aceitável pela população quando, estritamente, já estivessem esgotadas todas as alternativas e fosse necessário, para a sobrevivência do país (Louçã, 2017). Só há um cenário em que, mesmo inverosímil, a saída do euro fosse menos gravosa para o país, isto é, se fosse uma saída amigável obtendo o consentimento da Alemanha.

A via de um “divórcio amigável” afigura ser a menos má das saídas, com uma transição negociada para fazer o euro funcionar para todos, sendo até mais fácil de atingir o objetivo com a saída da Alemanha e de mais países do Norte em contraposição à saída dos países do Sul (Stiglitz, 2016). Mesmo que corresponda a um panorama algo apazível na perspetiva da periferia, uma solução deste género não reúne as mínimas condições políticas para vingar.

Contudo, no contexto de incerteza como o atual, há, no entanto, uma à qual os decisores políticos e a sociedade não podem ser indiferentes: a nossa periferização e a continuação do empobrecimento seriam sempre o custo desta continuada dependência em relação à moeda única. Esse caminho de prolongamento da austeridade e da submissão é, por isso, o único que tem de ser excluído (Louçã e Amaral, 2014).

5.4. Geometria variável para onde?

Em menos de uma década a UE duplicou o número de Estados-Membros. Por conseguinte, aumentou a dispersão entre os ritmos de desenvolvimento dos Estados, em alguns casos com diferenças insanáveis. Recentemente, surgiu no debate a hipótese de avançar com uma fórmula de geometria variável para a UE. Uma espécie de Europa *à la carte*, com graus de integração diferenciados de acordo com as características dos países ou grupo de países semelhantes onde a UEM, o Espaço Schengen e a própria UE se relacionariam com os Estados consoante determinados objetivos.

Mas será isso possível dentro da atual União Europeia? A Europa a várias velocidades, sugerida no Livro Branco da Comissão – não sendo uma geometria variável, dado que impede um conjunto de soluções pontuais de extrema importância, tais como a mutualização das dívidas dos Estados-Membros, ou a assunção de garantias bancárias comuns –, a questão que se coloca

³⁵ Ver, a este propósito, o *Eurobarómetro* publicado em Maio de 2017, em que 74% dos portugueses inquiridos para o estudo da Comissão Europeia afirmaram ser a favor da UEM e da moeda única.

é se restam condições para avançar com esta solução?

Independentemente do resultado, a postura das autoridades portuguesas deve ser, neste debate, abandonar o princípio generalizado de que em qualquer circunstância o país deve estar na primeira linha de uma nova fase de integração. O preço de querer estar sempre no núcleo duro em favor de mais integração revelou-se perverso no passado e tende a ser um alerta para o futuro.

Não obstante, uma solução desta natureza implica a definição de várias prioridades: a) estabelecer uma relação entre os movimentos populacionais e uma futura política discricionária de integração e segurança; b) definir a abordagem e os limites territoriais, bem como a diferenciação para os países com diferentes estádios de integração. Isto é, se apenas permanecem ou aderem ao mercado único europeu, à zona monetária e ao espaço Schengen; c) preservar Schengen assegurando a regulação das migrações com os países de origem.

Para que esta hipótese se concretizasse, parte-se do princípio de que o euro pode subsistir como moeda comum, mas com uma diferente organização. Mesmo para os defensores inabaláveis do projeto europeu, a geometria variável pode ser entendida como uma saída airosa que, ao invés de consolidar a integração em sentido único, forçava novas linhas de integração, evitando assim a desagregação. Com efeito, é uma solução pouco provável.

5.5. *Realpolitik*: uma perspetiva neoliberal

Há sempre a alternativa de recusar alternativas. Segundo Stiglitz (2016), enquanto a UE e especialmente a Alemanha resistem às mudanças, o euro é apanhado entre a confirmação de que os mercados *per se* são incapazes de proceder aos ajustamentos necessários com o objetivo de garantir o pleno emprego e os equilíbrios externos e, simultaneamente, os Estados mais prejudicados com a união monetária são confrontados com os fracassos das desvalorizações internas, a não ser que se procure competitividade por via do empobrecimento.

No pós-guerra, Milton Friedman (1951), afirmou a necessidade de uma nova corrente que substituísse a *velha ideia* do Estado intervencionista. Assim, “*o neoliberalismo deveria aceitar os princípios liberais do séc. XIX, da importância fundamental do indivíduo, mas substituiria o laissez-faire, como um meio para esse fim, pelo objetivo de uma ordem concorrencial*”, onde, na prática, o mercado livre atuaria como uma espécie de deus pós-moderno na defesa do cidadão contra os atropelos do Estado. A ideia de que a liberdade absoluta do mercado sem necessitar constrangimentos e regras em excesso impostas pelo arbítrio das entidades públicas é realmente apelativa, mas foi fatal para chegar ao colapso de 2008 e aos impactos posteriores que culminaram na destruição da vida de muitos cidadãos por todo o mundo, que ainda sofrem essas consequências.

De acordo com Rodrik (2017), o neoliberalismo irrompeu na década de 1990 quando coincidiram dois acontecimentos marcantes: um deles foi a desregulamentação financeira, que culminaria com a crise financeira de 2008 e o persistente desastre do euro; o outro foi a globalização económica, que esteve na base da aceleração do comércio livre e dos fluxos

financeiros sem restrições. Tanto a *financeirização* como a globalização, tornaram-se, atualmente, nas mais evidentes manifestações do neoliberalismo.

E quando a mão invisível – cujo poder se sobrepõe ao dos próprios Estados – falha, exige aos Estados, através do FMI, OCDE, Comissão Europeia, BCE, Eurogrupo, em suma, através das instituições que supostamente deveriam servir para representar os cidadãos, a prossecução “*das reformas estruturais que é preciso fazer*”. Esse ímpeto reformista contínuo e desejado pelas instituições europeias e internacionais, mais não é do que o perpetuar da desregulação financeira, da privatização dos serviços públicos, alienação de empresas e participações públicas em setores estratégicos da economia, do corte nos rendimentos do trabalho, nas pensões e no investimento público. Como se tudo isto não bastasse, há alertas permanentes para que Portugal flexibilize, ainda mais, o mercado de trabalho, pois só assim conseguirá ser mais competitivo.

A cartilha acima resumida é o reflexo de que o debate sobre as alternativas está e estará poluído ideologicamente enquanto as instituições assumirem, mais ou menos disfarçadamente, uma crença ideológica como caminho único. Como prova disso mesmo, numa reunião do Eurogrupo, em 2015, Wolfgang Schäuble, afirmou categoricamente: “*as eleições [gregas] não podem interferir com as políticas económicas que estão a ser aplicadas!*”³⁶. E a experiência grega serviu, também, para demonstrar como os parlamentos e os legítimos representantes da vontade popular podem facilmente ser suplantados por autoridades burocráticas livres do escrutínio. Depois de abandonado o radicalismo do período inicial, embora a necessidade de mudança seja amplamente justificada, existem obstáculos dentro da UE cuja dimensão, aceite-se ou não, condicionam quase na totalidade as opções políticas dos Estados. Por isso, não devemos ignorar a lição que chegou da Grécia.

A partir do momento que Tsipras capitulou e que a estratégia de Varoufakis para solucionar os problemas do país que viu o PIB recuar mais de 30% em cinco anos – uma situação típica de guerra –, arrastou o governo para um acordo com a *Troika* ainda pior do que aquele que fora categoricamente rejeitado em referendo, esmoreceu os impulsos de outros países caírem no mesmo subterfúgio de confrontação institucional à procura de uma saída.

A negociação frontal e orgulhosa da Grécia esbarrou na prepotência alemã, substituindo um resgate por uma espécie de ultimato. Ironia das circunstâncias, apenas alguns meses após a aprovação do último programa de assistência, o consórcio alemão Fraport-Slntel adquiriu 14 aeroportos regionais gregos através de um vasto plano de privatizações de infraestruturas previamente inscrito no memorando. O que a Grécia nos ensinou do ponto de vista político e económico, é que as consequências por adotar uma postura de confronto e de rebelião são demasiado penalizadoras, basta atender ao caderno de encargos do último resgate onde ficaram

³⁶ Schäuble foi o expoente máximo do *ordoliberalismo* alemão. Uma espécie de ideologia oficial que transforma a democracia em algo mecânico, em que as regras se perpetuam e sobrepõem à vontade das populações. Ver, a este propósito, texto de Yanis Varoufakis, “*Why we must save the EU*”, publicado no *The Guardian*, a 5 de abril de 2016. Disponível em: <https://www.theguardian.com/world/2016/apr/05/yanis-varoufakis-why-we-must-save-the-eu>

inscritos aumentos de impostos como o IVA e mais cortes nas já depauperadas pensões. De facto, é inelutável que um governo sem finanças públicas saudáveis está à mercê de imposições externas e altamente limitado em contribuir com as suas próprias ideias para atingir os objetivos de desenvolvimento.

Os agentes políticos do neoliberalismo, anos antes, consideraram que o papel interventivo do Estado – seja por via de impostos, regulação ou investimento – só pode gerar ineficiência e prejudicar a economia. Este cisma vulgarizado em que as únicas orientações recomendadas para promover o crescimento económico eram os cortes de impostos e o levantamento de regulação, coincidiu o período das primeiras fases da UEM, o que, de certo modo, acabou por a influenciar.

Mesmo a teoria económica *mainstream*, oferece uma série de razões pelas quais a intervenção do governo na economia pode ser positiva, inclusive com reflexos na oferta agregada. Com recurso aos bens públicos como infraestruturas, a externalidades como a poluição ou problemas de informação como a seleção adversa, estas são áreas bem conhecidas onde a despesa pública e a regulação podem ajudar os mercados em vez de prejudicá-los.

Como descreveu Frank Knight (1921), devido à incerteza, o futuro do desenvolvimento económico não pode ser reduzido a modelos matemáticos³⁷. Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff publicaram, em 2010, *Crescimento em um tempo de dívida*. A tese consistia em afirmar que a dívida era, em qualquer circunstância, impeditiva do crescimento económico. A obra serviu como suporte teórico para uma estratégia à escala europeia de que era preciso cortar na despesa pública, sem que houvesse alternativa. Seguindo tal paradigma, as autoridades europeias institucionalizaram a obrigação de limitar da procura dos Estados. Foi uma oportunidade histórica para prosseguir a velha agenda radical do neoliberalismo de desmantelamento do Estado Social, o que só contribuiu para exacerbar os efeitos da crise.

A austeridade expansionista produziu o efeito nefasto de agravar a recessão muito além do expectável pelos seus próprios seguidores. Mas a febre da *supply-side economics* ignorou isto e prosseguiu com a fixação de que o Estado, do ponto de vista económico, só pode ser entendido como um problema³⁸. Pelo contrário, o problema real do modelo económico neoliberal é que se difunde a si mesmo na ideologia, restringindo escolhas alternativas e fornecendo sempre as mesmas soluções para diferentes problemas. O neoliberalismo tem sido uma estirpe ideológica disfarçada de ciência económica. Por estranho que pareça, nem sequer é economicamente confiável. Por isso, deve ser rejeitado nos seus próprios termos pelo simples motivo de que é economicamente pernicioso (Rodrik, 2017).

³⁷ Ver, por exemplo, Turner (2015), p. 250.

³⁸ A fase hegemónica do neoliberalismo começou após as crises petrolíferas da década de 70 e prolonga-se até aos dias de hoje. Encontrou nas instituições parceiros ideais para os propagar os interesses do mercado, no que concerne a menosprezar o papel do Estado na economia, pensamento esse que pode ser resumido remetendo para o discurso inaugural do Presidente Ronald Reagan, em 1981, “*Government is not the solution to our problem; government is the problem*”.

É neste contexto predominantemente neoliberal que a UEM foi criada. Uma estrutura que sujeita os Estados a uma espécie daquilo o banqueiro Rotschild imortalizou “*diz-me quem controla o dinheiro de um país, que eu não vou perguntar quem faz as leis*”³⁹. Ora, para um país como Portugal, com uma produtividade baixa, a transformação estrutural da economia deve passar, em primeiro lugar, pelo abandono absoluto da estratégia de desvalorização interna que marcou o período de intervenção da *Troika*, e rejeitar a competitividade por via dos baixos salários. Parafraseando Walter Benjamin, “*há momentos em que ser revolucionário é simplesmente parar o comboio que se encaminha para o abismo*”. Perante a contingência, este primeiro objetivo já foi conseguido em parte. Importa agora garantir que não se esgota em si mesmo.

5.6. O risco do desmantelamento do euro e como nos protegemos

A disfuncionalidade que originou a crise do euro continua a carecer de respostas estruturais e concretas. À medida que mudanças inesperadas ocorrem nos Governos dos países da UE, a especulação adensa-se. A ação do BCE, através da política monetária pode ter estancado a hemorragia, mas, na prática, apenas maquilhou o problema. Os países periféricos encontram-se igualmente desprotegidos para lidar com choques externos, muito menos com as consequências de uma futura crise.

O desmantelamento do euro embora não seja referido nos Tratados, deve ser tido em conta dada a instabilidade política que subsiste e, sobretudo, face à falta de capacidade institucional para assumir alterações que permitam completar a UEM. Descartada a saída do euro de forma unilateral e voluntária, e caso as propostas acima descritas fracassem, Portugal tem o dever de adotar uma postura responsável que prepare o país para este cenário, ainda que remoto.

Este é um debate oportuno, particularmente útil e que pode ser formulado com base em duas perspetivas: a primeira, desejável, isto é, ao desmantelar-se a UEM, serão negociadas medidas compensatórias para os países cujas dificuldades se antecipem ser maiores no processo de reintrodução de moeda própria. Sem esta tolerância – sobre a qual Portugal não deve depender a discussão –, antevê-se um caminho mais imprevisível, mas onde a dissolução do euro teria impactos distintos. Por um lado, o choque político e estrutural sobre todo o projeto de construção europeia e, por outro, o impacto conjuntural com a potencial perda de competitividade da Alemanha decorrente da reintrodução dos mecanismos cambiais, obviamente com uma valorização substancial da nova moeda germânica. De outra forma, Portugal deixaria de estar sujeito às perdas de competitividade devido a valorizações excessivas da moeda única.

Seria também uma oportunidade histórica para assumir a reorientação do perfil produtivo como uma causa nacional, uma vez que a definição das políticas públicas deixava de estar dependente de aprovação no quadro do euro. Uma prioridade política que, num cenário pós-euro, assumia duas condições essenciais: primeiro, que o desenho de políticas públicas planificadas materialize o Estado empreendedor e funcionem como incentivo para direcionar o investimento

³⁹ Da frase original de Mayer Amschel Rothschild: “*Give me control of a nation's money and I care not who makes it's laws*”.

do setor privado; segundo, implica um passo controverso mas fundamental para liderar dinâmicas transformadoras; e terceiro, passa pela reversão parcial do modelo de privatizações levado a cabo nas últimas décadas.

Precisamente porque a propriedade pública da maioria do capital de empresas dos setores estratégicos – por definição monopólios naturais – caiu em desuso na era hegemónica do neoliberalismo, porém, com o fim do euro, a nacionalização parcial de empresas estratégicas que interferem na cadeia de valor das PME's – o grosso do tecido empresarial do país – não só materializaria um rol de instrumentos privilegiados para implementar a estratégia de política industrial, bem como seriam os contribuintes os últimos beneficiários líquidos dos dividendos destas empresas. São discutíveis os setores e a forma como poderá ser consumado o processo. Desde já, sabendo que a Constituição prevê o pagamento de uma justa indemnização, apesar de que nada obrigue a que corresponda ao valor integral dos bens. No limite, estas operações podem custar, a curto prazo, zero. Ou seja, poderão ser feitas com recurso a obrigações do tesouro, contexto em que, basta as empresas continuarem a pagar dividendos à imagem dos registados nos últimos anos, para que a entrada do Estado no capital de algumas delas se pague por ela própria.

Além disso, Portugal recuperaria soberania monetária possibilitando ao país gerir a oferta de moeda. Embora não se antecipe como ficaria o xadrez político/institucional da UE, com a recuperação da soberania monetária os países deixavam de estar sujeitos às restrições que impedem os Estados de assumir um papel ativo como motor do desenvolvimento económico. Com uma moeda adequada à realidade da economia e, por conseguinte, com soberania orçamental criar-se-ia margem de manobra para investimentos direcionados a combater os défices estruturais da economia: as baixas qualificações, o défice energético, apostar na valorização salarial, reduzir desigualdades, superar a estagnação e voltar a crescer sustentadamente.

6. Conclusão

Nas últimas duas décadas, a economia portuguesa passou por um *boom*, uma recessão, uma travagem súbita, e está, agora, a atravessar uma lenta recuperação. Com a entrada no euro assistimos a uma quebra acentuada na procura interna, comparativamente com o período entre 1995 e 2001. Seguiram-se os choques provocados pela crise financeira de 2008 e o desencadear da crise das dívidas soberanas.

A má formação original da zona euro contribuiu como nenhuma outra ameaça para fomentar o euroceticismo. Os desafios estruturais da UEM enquanto área monetária e da economia portuguesa como parte integrante desta, permanecem, um por um, por resolver. Num horizonte não muito distante, Portugal terá que ultrapassar os desafios estruturais para evitar uma desaceleração quando o contexto externo por ora favorável se alterar.

Atualmente, Portugal cresce acima da média da zona euro. Porém, a retoma continua demasiado

débil⁴⁰. A produtividade não cresce sustentadamente e a elevada dívida pública e privada representam um risco para Portugal alcançar crescimento económico sustentável (Blanchard e Portugal, 2017). A Comissão Europeia pode repetir até à exaustão “*que é fundamental Portugal acelerar o crescimento da produtividade*”. No entanto, enquanto o país não conseguir aumentar substancialmente o investimento público no quadro da zona euro e direcioná-lo corretamente para combater o défice de qualificações, apostar na investigação científica e na especialização tecnológica, fomentar ativamente a reorientação do tecido produtivo nacional, consolidando a aposta em setores com maior valor acrescentado, ao mesmo tempo que se deve estabelecer uma ligação profícua, que permita um fluxo de transmissão do conhecimento entre a Universidade e as empresas, por conseguinte aliado à criação de emprego qualificado, estável e de qualidade, de nada vale alertar para aumentos de produtividade quando são fechadas portas às transformações estruturais que o país necessita.

Enquanto assim não for, a elevada dívida pública e privada continuará a ameaçar o potencial de crescimento da economia portuguesa. E para responder à estagnação é preciso acabar com o peso da dívida (Louçã, 2016).

Já no plano externo, não tenhamos ilusões: dependemos da boa-vontade dos parceiros europeus, mas sobretudo da iniciativa e da capacidade dos nossos responsáveis políticos em conseguir gerar consensos alternativos ao *mainstream* económico e institucional vigente. Portugal é um país com fronteiras edificadas há quase nove séculos. Não deve ter receio de fazer valer argumentos esgrimíveis no plano técnico e político. Sem prejuízo da resposta concreta que este trabalho pretende oferecer, a UEM necessita de uma profunda reforma institucional. O grande obstáculo para avançar com soluções não é técnico. É, essencialmente, político.

Jacques Delors costumava dizer que a Europa é como uma bicicleta que deve estar em constante movimento. Todavia, desde que foi criada e tendo em conta os moldes em que atualmente existe, a moeda única constitui um entrave não apenas ao progresso, como à elementar sobrevivência do próprio projeto europeu. A continuar assim, não se espere, pois, desta Europa tecnocratizada e pós-democrática – porque é exatamente disso que se trata –, mudança a partir das instituições. Também não será, na esteira do que definiu Keneth Arrow, dotando a UE de instituições invisíveis à margem dos tratados – podendo chegar, como esteve perto de suceder na Grécia, a hipótese de manter em circulação duas moedas em que a “nova moeda” passaria a ser controlada por essas instituições invisíveis –, que se vislumbra uma solução de futuro.

Tal como no passado, são apenas os Estados soberanos com reivindicações semelhantes e as alianças que consigam eventualmente organizar entre eles a chave para o impasse. É um risco que vale a pena correr. Portugal tem, em concertação com os restantes países deficitários de fazer valer o argumento de que o BCE funcione como credor de última instância e capitalizar

⁴⁰ Ver entrevista do Primeiro-Ministro, António Costa, ao *Público*: “o pior erro que poderíamos cometer era, à boleia do crescimento económico, termos a ilusão de que os problemas estruturais da zona euro ficaram resolvidos”. Disponível em: <https://www.publico.pt/2019/03/23/politica/noticia/euro-maior-bonus-economia-alema-europa-oferecido-1866589>.

os Estados, para que estes possam apostar no investimento público e relançar a economia em tempos de estagnação.

Paira um espectro sobre a Europa. Não, não é o mesmo que Marx refere logo na primeira página do *Manifesto*. Se antes os vilões eram os capitalistas, não será exagerado dizer que, atualmente, esse papel é desempenhado pelos banqueiros centrais e pelos próprios Estados cuja inação é cúmplice da estagnação, da desigualdade e da desintegração do projeto europeu. Segundo Mark Carney (2016), a Europa está refém de uma espécie de espectro do monetarismo que pode levar à desintegração. O mesmo monetarismo que era suposto “salvar-nos” do keynesianismo entregou de bandeja aos mercados toda a gestão da política económica, retirando aos Estados soberanos poder e margem de manobra para definir o seu próprio futuro, enraizando a desigualdade no pensamento económico e na prática política dominante (Paz Ferreira, 2016).

Mais de três décadas de neoliberalismo tiveram o efeito de neutralizar e de limitar o pensamento acerca da mudança. Recuperando Frederic Jameson, dito de outra forma, *o vazio político tem sido de tal ordem que passou a ser mais fácil imaginar o fim do mundo do que o fim desta subjugação doutrinária*. Como se mais nada restasse aos Estados do que interiorizar o papel irrelevante do espectador. Nada mais perverso. O Estado tem a obrigação de se indignar e, mesmo que se afigure difícil, fazer o que lhe compete se realmente quer prosseguir no euro: encontrar mecanismos para levar a cabo uma política orçamental expansionista quando dela necessitar.

É neste estreito corredor de autonomia que emerge o aumento do investimento público através do *Helicopter Money para os Estados*. Não obstante, não pode ser considerado além de uma solução de recurso conjuntural e dissociado da utilidade em servir como expediente necessário para recentrar esforços na construção de uma aliança política entre os países que estão em clara divergência (Portugal, Espanha, Itália e Grécia), se possível com apoio da França, numa plataforma capaz de debater abertamente no seio da UE com os restantes países e reivindicar, por direito próprio, uma viragem efetiva nas restrições que hoje existem.

No entanto, o que aqui se sugere está longe de ser um oásis. Os desequilíbrios estruturais no aparelho produtivo necessitam de reformas de médio e longo prazo, ininterruptas, recuperando a política industrial orientada para a média e alta tecnologia, ao mesmo tempo que a qualificação do capital humano assume a centralidade das políticas públicas. Apenas com estabilidade nas políticas públicas se poderá alcançar a recuperação do investimento, que por sua vez é essencial à criação de emprego qualificado não assente em baixos salários⁴¹.

Todavia, ao discutir alternativas, deve reter-se que o primeiro défice a combater, é o défice democrático que a UE regista, como foi evidente nos programas de ajustamento impostos que ilustram a profunda falta de compromisso das instituições europeias com a democracia. É por isso que assegura Amaral (2006), o futuro da zona euro é tão incerto como era há anos atrás quando a moeda única foi criada e é muito mais incerto ainda, pelas mesmas razões, o futuro

⁴¹ Segundo dados da European Trade Union Confederation, os salários reais recuaram mais de 8% entre 2010 e 2017.

da economia portuguesa.

Ainda vamos a tempo de evitar o trágico destino. Caso contrário, como alertava Medeiros Ferreira, a União Europeia pode desaparecer sem darmos por ela. Afinal, os problemas não são de agora. A União Económica e Monetária apenas acentuou – na senda da terminologia *Orwelliana* –, que todos os países são iguais, mas alguns são mais iguais que outros.

Referências Bibliográficas

- Amaral, J.F. (1996), *Política Económica. Metodologia, Concepções e instrumentos de actuação*: Edições Cosmos, p.13.
- Amaral, J.F. (2006), *O impacto económico da integração de Portugal na Europa: Nação & Defesa*, 115, pp. 113-128.
- Amaral, L. (2010), *Economia Portuguesa, As Últimas Décadas*, Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos, pp. 91-97.
- Banco Central Europeu (2018), *ECB Annual Report 2018*.
Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018~d08cb4c623.en.pdf>.
- Banco de Portugal (1993), *Relatório Anual do Conselho de Administração – Gerência de 1993*, Lisboa, Portugal.
- Banco de Portugal (2009), *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal (2017), *Boletim Económico de Outubro*. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_out2017_p.pdf
- Bento, V. (2013), *Euro Forte. Euro Fraco. Duas Culturas, Uma Moeda: Um Convívio (Im)Possível?*: Bnomics, pp. 160-163.
- Bento, V. (2017), *Um papel demasiado branco*: Diário de Notícias, 10 de Março de 2017.
Disponível em: <https://www.dn.pt/opiniao/opiniao-dn/vitor-bento/um-papel-demasiado-branco-5716193.html>.
- Blanchard, O. (2007), *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*: Portuguese Economic Journal, pp. 1-21.
- Blanchard, O; Portugal, P. (2017), *Boom, Slump, Sudden stops, Recovery, and Policy Options. Portugal and the Euro*: GEE Papers 0072, Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia, Jun 2017.
- Canotilho, J.J.G.; Moreira, V. (2007), *Constituição da República Portuguesa anotada*: Almedina.
- Carney, M. (2016), *The Spectre of Monetarism*: Bank of England.

- Comissão Europeia. (1992), *Tratado da União Europeia*.
- Comissão Europeia. (2007), *Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia*.
- Comissão Europeia. (2017), *White paper on the future of Europe*, Março de 2017.
- Comissão Europeia. (2017), Standard Eurobarometer, 87, Maio de 2017. Disponível em: <https://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Survey/getSurveyDetail/instruments/STANDARD/surveyKy/2142>.
- Costa, A. (2017), *Hoje celebramos. E amanhã?:* Público, 25 de Março de 2017. Disponível em: <https://www.publico.pt/2017/03/25/mundo/opiniao/hoje-celebramos-e-amanha-1766432>.
- Damásio, B.; Louçã, F.; Nicolau, J. (2018), *The changing economic regimes and expected time to recover of the peripheral countries under the euro: A nonparametric approach*. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* 507 (2018), pp. 524–533.
- De Grauwe, P.; Ji, Y. (2013), *Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*: *Journal of International Money and Finance*, 2013, vol. 34, issue C, 15-36.
- De Grauwe, P. (2014), *Economics of Monetary Union*: Oxford University Press, Capítulo 8, pp. 148-159.
- Delors, J. (1989), *Report on economic and monetary union in the European Community*. Disponível em: <http://aei.pitt.edu/1007/>.
- Eichengreen, B. (2017), *Don't Sell the Euro Short. It's Here to Stay.*: Bloomberg, 7 February, 2017. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-02-07/don-t-sell-the-euro-short-it-s-here-to-stay>.
- Frieden, J. (2016), *Lessons for the euro from early American monetary and financial history*: Brugel Essay and Lecture Series.
- Friedman, M. (1948), *A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability*: *The American Economic Review*, June 1948. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1810624?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Friedman, M. (1951), *Neo-Liberalism and its Prospects*: Farmand, 17 February 1951, pp. 89-93. Disponível em: https://miltonfriedman.hoover.org/friedman_images/Collections/2016c21/Farmand_02_17_1951.pdf.

- Gameiro, I.; Maximiano, P. (1999), *Algumas reflexões sobre armadilha de liquidez e condução da política monetária em ambiente de baixa inflação*: Banco de Portugal. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab199902_p.pdf.
- Gasparotti, A.; Kullas, M. (2019), *20 Years of the Euro: Winners and Losers - An empirical study*, Centre for European Policy. Disponível em: https://www.cep.eu/Studien/20_Jahre_Euro_-_Gewinner_und_Verlierer/cepStudy_20_years_Euro_-_Winners_and_Losers.pdf.
- Girardi, D.; Meloni, W.P.; Stirati, A. (2017), *Persistent Effects of Autonomous Demand Expansions*. Disponível em: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_70-Stirati-Demand-Expansion.pdf.
- González, F. (2015), *À Procura de Respostas*. As soluções para retirar a Europa de uma das mais profundas crises de sempre: Matéria Prima.
- Hansen, A. (1939), *Economic Progress and Declining Population Growth*: American Economic Review, 29(1): 1–15.
- Instituto Nacional de Estatística (2016), *30 Anos de Integração Europeia*: INE.
- Keynes, J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*: Macmillian & Co, capítulo 3.
- Keynes, J.M. (1926), *The end of Laissez-Faire*, L. & Virginia Woolf.
- Krugman, P. (2015), *Greece Over the Brink*: The New York Times. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2015/06/29/opinion/paul-krugman-greece-over-the-brink.html>.
- Krugman, P. (2014), *Secular Stagnation in the Euro Area*: The New York Times. Disponível em: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2014/05/17/secular-stagnation-in-the-euro-area/>.
- Jimeno, J. F.; Smets, F.; Yiangou, J. (2014), *Secular stagnation: A view from the Eurozone in Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (Edição de Coen Teulings e Richard Baldwin): Centre for Economic Policy Research, Vox.Eu, pp. 153-163.
- Juncker, J.; Tusk, D.; Draghi, M.; Dijsselbloem, J.; Schulz, M. (2015), *Relatório dos Cinco Presidentes – Completing Europe’s Economic and Monetary Union*: Comissão Europeia. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf.
- Louçã, F.; Amaral, J.F. (2014), *A Solução Novo Escudo*: Lua de Papel, pp. 127-150.

- Louçã, F. (2016), *Trinta anos de ilusão e fracasso in União Europeia – Reforma ou declínio* (Organização Eduardo Paz Ferreira): Nova Vega, p. 437.
- Louçã, F. (2017), *Has the euro any future under secular stagnation? in The Euro and the Crisis: Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union*: Springer, pp. 95-107.
- Louçã, F.; Galamba, J.; St. Aubyn, M.; Pereira, P.T.; Soares, P.; Gil, P.; Cabral, R.; Mamede, R. (2017), *Sustentabilidade das Dívidas Externa e Pública – Relatório do Grupo de Trabalho*.
- Mamede, R.P. (2015), *O Que Fazer Com Este País?:* Marcador.
- Mamede, R.P. (2016), *O Euro e as suas crises. A crise existencial do euro in União Europeia – Reforma ou declínio* (Organização Eduardo Paz Ferreira): Nova Vega, pp. 69-95.
- Marsh, D. (2010), *The Euro's Lost Promise: The New York Times*. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/05/18/opinion/18marsh.html>.
- Mason, J.W. (2017), *A Cautious Case for Economic Nationalism*, Dissent. Disponível em: <https://www.dissentmagazine.org/article/cautious-case-economic-nationalism-global-capitalism>.
- Mateus, A. (2015), *Três décadas de Portugal Europeu*: Fundação Francisco Manuel dos Santos, p. 175.
- Mazzucato, M. (2015), *The Entrepreneurial State - Debunking Public Vs. Private Sector Myths*: Anthem Press.
- Munchau, W. (2017), *Lack of eurozone reform outranks Brexit as the EU's biggest threat*: Financial Times. Disponível em: <https://www.ft.com/content/47c734d8-e1af-11e7-8f9f-de1c2175f5ce>.
- Medeiros Ferreira, J. (2013), *Não Há Mapa Cor-de-Rosa – A História (Mal) Dita da Integração Europeia*: Edições 70, p. 141.
- Mendonça, A. (1995), *O conceito de uma zona monetária ótima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa*: in Ensaios de Homenagem a Francisco Pereira de Moura, ISEG, p.18.
- Mundell, R. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*: The American Economic Review, Vol. 51, Sept., pp. 657-665.
- Parlamento Europeu. (2017), *Secular stagnation and the euro area*, Briefing of the European Parliament, Fevereiro de 2016.

- Paz Ferreira, E. (2014), *Da Europa de Schuman à Não Europa de Merkel*: Quetzal Editores, pp.13-18.
- Paz Ferreira, E. (2016), *Por uma Sociedade Decente*, Marcador, p.41.
- Pereira, P.T. (2012), *Portugal: Dívida Pública e Défice Democrático*: Fundação Francisco Manuel dos Santos, p.36.
- Pereira, P.T.; Cabral, R.; Morais, L.T.; Vicente, J.A. (2017), *Estratégias orçamentais 2017-2021: as opções de política*: Institute of Public Policy.
- Piketty, T. (2014), *O Capital no Século XXI*: Temas e Debates, pp. 840-842.
- Piketty, T. (2016), *Pour un gouvernement enfin démocratique de la zone euro*: Le Monde. Disponível em: <http://piketty.blog.lemonde.fr/2017/02/01/pour-un-vrai-gouvernement-de-la-zone-euro/>.
- Rajan, R. (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier?*: NBER Working Paper No. 11728, November 2005.
- Reis, R. (2013), *The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis*: Brookings Institution Press.
- Reis, R. (2017), *Uma obrigação europeia sem risco e sem mutualização*: Jornal de Negócios. Disponível em: <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/europa/uniao-europeia/detalhe/cinco-economias-cinco-ideias-para-salvar-a-zona-euro>.
- Rodrik, D. (2017), *Rescuing Economics from Neoliberalism*. Disponível em: <http://bostonreview.net/class-inequality/dani-rodrik-rescuing-economics-neoliberalism>.
- Samuelson, P.A. (1948), *Economics*: McGraw-Hill, p. 344.
- Skildesky, R. (2016), *Economists versus the Economy*. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/mathematical-economics-training-too-narrow-by-robert-skidelsky-2016-12?barrier=accesspaylog>.
- Soares, M. (1985), *Discurso de Mário Soares por ocasião da assinatura do Tratado de Adesão de Portugal às Comunidades Europeias*.
- Sousa Franco, A. (1998), *Entrevista à RTP, sobre a entrada de Portugal na moeda única*. Disponível em: <https://arquivos.rtp.pt/conteudos/sousa-franco-i-parte/>.
- Soromenho-Marques, V. (2014), *Portugal Na Queda Da Europa*: Temas e Debates.

- Soromenho-Marques, V. (2017), *O ângulo morto*: Diário de Notícias, Abril de 2017.
Disponível em: <https://www.dn.pt/opiniaio/opiniaio-dn/viriato-soromenho-marques/o-angulo-morto-5771150.html>.
- Spence, M. (2016), *How to Fight Secular Stagnation*. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-fight-secular-stagnation-by-michael-spence-2016-08?barrier=accesspaylog>.
- Summers, L. (2016), *The Age of Secular Stagnation*. Disponível em: <http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>.
- Teixeira, P. (2016), *O Euro e o Crescimento Económico*: Fundação Francisco Manuel dos Santos, pp. 85-116.
- Trichet, J. (2017), *Entrevista à TSF*, 7 de Outubro 2017.
Disponível em: <https://www.tsf.pt/programa/a-vida-do-dinheiro/emissao/jean-claude-trichet-8825069.html>.
- Turner, A. (2015), *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*: Princeton University Press.
- Varoufakis, Y. (2015), *O Minotauro Global*: Bertrand, pp. 200-205
- Varoufakis, Y. (2016), *And the Weak Suffer What They Must?*: Vintage Publishing, pp. 243-251.
- Wessel, D. (2009), *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*: The Crown Publishing Group, pp. 2-9.
- Wessel, D. (2017), *Secular stagnation even truer today*: Wall Street Journal.
Disponível em: <https://blogs.wsj.com/economics/2017/05/25/secular-stagnation-even-truer-today-larry-summers-says/>.