



**nifip**

**Núcleo de Investigação em Finanças Públicas  
e Política Monetária**

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO PORTO

**NIFIP Comentários**

**NIFIP CM - 01**

**Jul 2011**

## **Surgiram resultados animadores da reunião do Conselho Europeu**

**Abel L. Costa Fernandes**

Faculdade de Economia do Porto e NIFIP

25 de Julho de 2011

## **RESULTADOS ANIMADORES**

Nas vésperas da última reunião do Conselho Europeu só quem não tinha qualquer ideia de como os mercados financeiros funcionam e de quão próximo a zona euro se encontrava do precipício, podia dizer que dela nada havia a esperar! Se isso fosse verdade, todo o sistema teria logo implodido com a propagação da crise da dívida soberana à Itália, Espanha, Bélgica e talvez até à própria França, com evidente enfraquecimento da posição alemã, e repercussões sobre toda a economia mundial. Um tsunami!

Durante esse Conselho os dirigentes da zona euro tinham que tomar decisões consistentes e credíveis. E creio que o conseguiram, não no sentido de terem concluído o seu trabalho, mas antes no sentido de terem dado mostras de que reconhecem a constelação de problemas, que possuem uma visão estruturada para os resolver em diferentes etapas de acordo com a sua exequibilidade temporal e, por último, capacidade de decisão para acordarem medidas de execução imediata. Por isso, classifico os resultados desse encontro, concretizados nos 16 pontos do comunicado final, de animadores. Além disso, a reacção do mercado de capitais foi positiva, a ISDA decidiu não declarar a verificação de um evento de crédito que, a acontecer, despoletaria a execução dos CDS emitidos sobre dívida grega, como ainda os preços destes baixaram acentuadamente.

Como todas as áreas onde vigora um regime de taxas de câmbio fixas, para funcionar de forma eficiente e estável a zona euro necessita de cumprir com alguns requisitos. São eles: a) credibilidade; b) liquidez e, c) ajustamento.

A reconstituição do eixo Paris-Berlim, apoiado no Banco Central Europeu que foi consultado em todo este processo de decisão, é uma grande contribuição para a credibilidade das instituições do sistema. Com isso ultrapassou-se a ensurdecadora cacofonia de posições desencontradas das semanas anteriores que, a certa altura, levou o presidente do BCE a pedir contenção verbal aos dirigentes europeus.

Embora importantes para os três países que já pediram assistência, a extensão dos prazos de maturidade e a redução das taxas de juro para níveis próximos dos custos de financiamento do FEEF são medidas pontuais e, no conjunto, as menos importantes. As principais têm carácter estrutural e concorrem para a consecução dos três pontos notados acima e, neste momento também, para se alcançar o resultado mais premente, ou seja, a inversão das expectativas dos agentes sem o que se assistiria ao processo de contágio que, a todo o custo, urgia evitar.

Importantes são, desde logo, os pontos 4 e 12 do comunicado final onde pela primeira vez se reconhece oficialmente, ainda que só implicitamente, que as estratégias de

consolidação orçamental aplicadas até agora são insuficientes para resolver o problema da dívida soberana. Os dirigentes reunidos nesse Conselho apelam à definição de estratégias coerentes para relançar o crescimento económico nos três países assistidos assentes na utilização calibrada de fundos estruturais dirigidos à competitividade e à criação de emprego. É certo que se trata de uma declaração de intenções; faltam aspectos concretos para a sua aplicação tais como montantes, prazos e co-financiamento dos países envolvidos. Mas já é animador que, por fim, se tenham convencido que o crescimento económico é imprescindível para resolver o problema. A atenção dada a este aspecto faz ressaltar uma das fragilidades da zona euro que, naturalmente, contribui para a sua falta de credibilidade e que é a ausência de convergência real entre as economias que a integram. Um grupo enormemente heterogéneo quanto a estádios de desenvolvimento e a objectivos de políticas, a antiga dicotomia entre inflação e desemprego. E também aqui há razões para nos sentirmos animados já que, no primeiro parágrafo do comunicado, vemos que os dirigentes reafirmam a sua determinação para reforçarem a convergência e a competitividade da zona euro, o que significa que tomaram consciência da absoluta relevância destas matérias. A serem concretizadas, são medidas que contribuem positivamente para a credibilidade e para o ajustamento do sistema.

A reforma do FEEF é, do mesmo modo, um passo da maior importância que foi dado. O objectivo é transformá-lo num Fundo Monetário Europeu, como afirmava o Presidente N. Sarkozy na conferência de imprensa transmitida em directo pelos mais importantes canais de TV, à excepção dos portugueses que olímpicamente a ignoraram. Trata-se de matéria contemplada no ponto 8 do comunicado e, das três importantes funções que lhe são cometidas, ressalto a sua doravante capacidade para, verificadas que sejam determinadas condições, intervir no mercado secundário da dívida pública para o estabilizar. O que está aqui em causa é dotar a zona euro de um mecanismo crível de intervenção capaz de conter dentro de limites aceitáveis quebras de preços dos títulos de dívida pública causadas tanto por *hedgers* com expectativas negativas e empenhados na recomposição dos seus portefólios como por especuladores. Quanto mais eficaz este mecanismo for maior a credibilidade do sistema, e quanto maior a credibilidade do sistema tanto menos liquidez será necessária. Recordando Friedman, a especulação é desestabilizadora em regimes sem credibilidade, o caso de Bretton-Woods, mas estabilizadora quando há credibilidade, como o do padrão-ouro na sua primeira fase baseado em mecanismos *naturais*. Mas, como também ele escrevia, especuladores podem ser, em termos factuais, as próprias autoridades quando persistem em não reconhecer valores de equilíbrio. O carácter excepcional das intervenções do novo FEEF é, contudo, perfeitamente justificado; a compra de títulos no mercado com descontos significativos

sobre o par concretiza perdas relevantes para os investidores e eventuais necessidades de recapitalização do sector financeiro.

Por fim, os pontos 13 a 16 do mesmo comunicado são dedicados à governação do sistema. O aprofundamento destes mecanismos não creio que venha a passar pela criação de novos órgãos supra-nacionais uninominais de governação qual sejam, por exemplo, um ministro das finanças europeu ou até mesmo um governo económico europeu, mas antes pela institucionalização de mecanismos colegiais de decisão no âmbito da própria zona euro, até aqui repelidos pela chanceler alemã. Estes deverão ter como principal missão a coordenação das políticas económicas no seio da zona pois que estando esse problema inteiramente resolvido do lado da política monetária, o Pacto de Estabilidade e Crescimento é insuficiente para se atingir o mesmo desiderato do lado das políticas orçamentais. E políticas orçamentais mais ou menos independentes são uma forma de enfraquecer a capacidade de a política monetária atingir as suas metas. São aspectos que contribuem positivamente para dotar a zona euro de mecanismos de ajustamento que, para a sua eficácia, exigem rapidez e consistência de decisões.

Mas, é claro, a concretização, ou não, destas esperanças vai depender em muito do que for feito e dito nos próximos tempos. É essa continuidade, ou falta dela, que nos vai permitir concluir mais seguramente sobre a seriedade daquelas conclusões.

NIFIP – Núcleo de Investigação em Finanças Públicas e Política Monetária

Prof. Abel L. Costa Fernandes

25 de Julho de 2011