

Portugal e a união monetária europeia: vender estabilidade internamente, ganhar credibilidade externa**

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, a estabilidade das taxas de câmbio e a convertibilidade da moeda incluem-se, sem dúvida, nas principais reformas provocadas pela experiência europeia dos últimos dez anos e pelas perspectivas de uma moeda única nos próximos cinco. A razão desta raiz externa encontra-se na tradição oral da história monetária portuguesa: estabilidades política e financeira, definidas, respectivamente, por uma moeda convertível e por uma democracia parlamentar, são consideradas como tendo uma correlação negativa. Ao falar de temas sobre os quais escrevi há anos e com que depois tive de me defrontar na qualidade de decisor político, corro o risco de parecer auto-indulgente.

Para minimizar esse risco fundamentei a minha argumentação em comparações através do espaço e do tempo. Concluo que o presente se afasta dessa infeliz correlação e desejo que não haja uma inversão no futuro imediato. Concentro-me na participação no sistema monetário europeu (SME) durante os últimos três anos, mas também me debruço sobre os pontos de vista expressos até agora acerca da revisão do Tratado da União Europeia na próxima conferência intergovernamental (CIG), especialmente quando eles

* Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa.

** Uma versão anterior foi apresentada no Centro de Estudos Europeus da Universidade Católica Portuguesa para comemorar o 3.º aniversário da adesão ao SME, em Abril de 1995. Também serviu de introdução à *Convertibilidade Cambial*, actas publicadas nessa altura pelo Banco de Portugal. Não se incorporou no texto o resultado das eleições, mas a análise tornou-se ainda mais relevante desde então.

Traduzido da língua inglesa por João Palma e revisto pelo autor.

reconhecem a importância fundamental da convergência para uma moeda única europeia.

O grande envolvimento do parlamento português nos assuntos europeus ajuda a fazer com que a interacção entre as estabilidades financeira e política seja positiva, em vez de negativa. Na verdade, ele foi o primeiro — e até agora o único — parlamento da União a aprovar por unanimidade os princípios gerais para a revisão do Tratado (Resolução n.º 21/95, *Diário da República*, 8 de Abril). Um desses princípios, a geometria variável positiva, teve precisamente origem nas negociações para uma moeda única europeia e tornou-se praticamente inevitável face ao iminente alargamento da União. Este tipo de iniciativa parlamentar, embora invulgar, não é sem precedentes. Aqueles que estão familiarizados com a história monetária de Portugal sabem que o parlamento foi o fórum principal onde a primeira decisão de adesão ao padrão-ouro foi debatida na década de 1850.

Desde, pelo menos, o Conselho Europeu de Madrid, em meados de 1989, o primeiro-ministro de Portugal partilhou com os seus pares o objectivo da união económica e monetária (UEM). Antes ainda do início da primeira fase da UEM, um ano mais tarde, conferências internacionais patrocinadas pelo Banco de Portugal e pelo Ministério das Finanças revelaram uma boa dose de consenso entre economistas profissionais em relação à necessidade de taxas de câmbio estáveis. Pouco antes da presidência portuguesa do Conselho da Comunidade Europeia, o governo que tinha vencido as eleições de 6 de Outubro de 1991 apresentou um programa de convergência, onde foi reafirmada a mesma intenção.

O programa de convergência envolvia uma estratégia plurianual de ajustamento fiscal e um regime de taxas cambiais a preços predeterminados, acompanhado por uma *liberalização dos movimentos de capitais*. O desmantelamento dos controlos sobre os fluxos de capitais — que tinham sido apertados em 1990-1991 em nome da estabilidade monetária — mostrou ser sobretudo uma batalha contra as práticas tradicionais de supervisão bancária. Mas agora, que se passaram três anos, a convertibilidade e a estabilidade são bem aceites pelos principais partidos políticos, pelos parceiros sociais e pelo público em geral.

A razão para a resistência de interesses instalados no banco central foi a de que tanto a convertibilidade como a estabilidade tinham sido esquecidas, na medida em que, em conjunto, não tinham sido cumpridas durante mais de cem anos. Pelo contrário, todos os bancos tinham sido nacionalizados sem indemnizações no período imediatamente a seguir à revolução de 1974 e não foram permitidos bancos privados até 1985. Nesse período intermédio, a supervisão do banco central adquiriu características normalmente encontradas em sistemas financeiros do estilo soviético e olvidou a experiência de tempos anteriores, quando o banco central tinha accionistas privados e a moeda era estável, posto que não inteiramente convertível.

Não admira então que, apesar do programa de convergência, a decisão de pedir a entrada do escudo no mecanismo de taxas cambiais do SME em 4 de Abril de 1992 — no fim-de-semana a seguir à aprovação pelo parlamento do Orçamento de 1992 — tenha sido uma surpresa genuína para a maioria das pessoas. Os parceiros sociais foram postos ao corrente logo após uma reunião especial do Conselho de Ministros onde foi proposta uma taxa de 180 escudos por ecu. O Comité Monetário, agindo em representação do Conselho dos Ministros das Finanças (EcoFin), integrando os governadores dos bancos centrais comunitários, acordou numa paridade um pouco mais forte porque, nas vésperas de eleições gerais na Grã-Bretanha, um escudo mais fraco poderia contagiar o esterlino.

Como toda a grelha foi alvo de turbulência de Setembro de 1992 até Agosto de 1993, não se considerou comemorar o primeiro aniversário da entrada no SME. Mas, como ministro das Finanças, comecei então a organizar uma conferência para celebrar o 140.º aniversário de uma decisão similar, a adesão ao padrão-ouro. A ideia era mostrar como países periféricos beneficiavam de se comportarem de acordo com as regras do jogo. Ao mesmo tempo investigavam-se duas decisões portuguesas de adesão: uma, em 1854, tomada pelo parlamento, quando Fontes Pereira de Melo era primeiro-ministro; a outra, em 1931, tomada pelo governo de Salazar. A oportunidade e a duração dessas decisões são descritas nas contribuições de, respectivamente, Jaime Reis e Fernando Teixeira dos Santos nas actas da mesma conferência, patrocinada pela Fundação Luso-Americana e pelo Banco de Portugal.

A entrada no SME, em 6 de Abril de 1992, e a restauração da convertibilidade total pelo banco central, em 16 de Dezembro, poderiam então ser vistas como a terceira mudança gradual no regime económico rumo à estabilidade e convertibilidade. Ela é descrita por Francisco Torres no seu trabalho para a conferência do 2.º aniversário da entrada no SME organizada por João Loureiro na Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Tendo deixado o meu cargo no governo poucos meses antes e ocupado o meu lugar na Assembleia da República como deputado eleito pelo círculo do Porto, argumentei em (1995a) que a credibilidade das medidas de 1992 não tinha sido ameaçada pelas mudanças no Ministério das Finanças, na medida em que a orientação política estava associada a Cavaco Silva, o primeiro-ministro eleito no final de 1985.

Pelo contrário, apesar da sucessão de quatro ministros das Finanças e três governadores do banco central, os investidores internacionais acreditavam que a política económica em Portugal tinha mantido uma orientação a médio prazo. A elevação da notação internacional (*rating*) da dívida em Portugal ao grau de investimento e o regresso à emissão de empréstimos externos em 1993 começaram a revelar os benefícios do novo regime em termos do

declínio do prémio de risco cambial. Apesar de uma descida substancial da inflação, a paridade do ecu tem estado perto dos 200 escudos — cerca de 10% mais do que a paridade inicialmente solicitada.

Porque as consequências da revolução de 1974 reavivaram memórias de mudanças governamentais excessivamente frequentes em democracia, foi mais fácil para mim ganhar credibilidade externa do que vender estabilidade internamente. A orientação a médio prazo não foi imediatamente compreendida — já para não falar da sua aceitação — pelos parceiros sociais, contribuintes e cidadãos nacionais em geral. Na verdade, só depois de o primeiro-ministro ter declarado que não se candidataria à reeleição em 1 de Outubro de 1995 é que apareceu um amplo suporte a nível nacional, social e institucional — especialmente parlamentar — de uma orientação a médio prazo na política económica.

Num livro em que resumia as reformas da sua década de governação, Cavaco Silva identificou a entrada no SME como uma das 13 medidas estruturais principais. Isso não foi contestado pelo novo líder do seu partido nem pelo chefe do maior partido da oposição. Dado que nenhum dos candidatos ao cargo de primeiro-ministro tem uma educação formal em ciências económicas, a aceitação de que a política macroeconómica orientada para a estabilidade é de interesse nacional adquire uma particular importância eleitoral e foi duramente criticada pelos partidos dos extremos, à direita e à esquerda.

Entretanto, a eventualidade de a combinação de estabilidade financeira e política — nunca mais observada desde que Portugal abandonou o padrão-ouro em 1891 — persistir para além das próximas eleições depende de o Estado conseguir ganhar credibilidade externa, ao mesmo tempo que assegura estabilidade a nível interno. Se o fizer, Portugal fará parte da UEM antes do final deste século.

Trataremos de cada um desses objectivos gémeos nas secções seguintes, começando com a credibilidade nas secções 2 a 5, inclusive, e prosseguindo com a estabilidade nas secções 6 a 9. As secções iniciais são directamente aplicáveis a outros Estados da periferia europeia, para além de Portugal, ao passo que a secção 7 estabelece a correlação negativa entre estabilidade política e financeira no plano interno. As secções 8 e 9 tratam da maneira como os governos de Cavaco Silva conseguiram reconquistar a estabilidade após a adesão à Comunidade Europeia há dez anos e, em especial, nos últimos três anos.

A análise põe em evidência como um Estado na periferia dos padrões monetários internacionais pode ganhar credibilidade nacional. São revistas as lições da convertibilidade-ouro, mostrando que o papel da política não pode ser ignorado, dado que ela determinou a interacção entre os interesses comerciais das classes médias e as aspirações diplomáticas dos bancos centrais. A lição derivada da UEM, tratada na secção 3, também aponta para o papel da política, neste caso o processo de supervisão multilateral entre governos da União, cuja interacção com os parlamentos nacionais poderá evitar os défices orçamentais excessivos.

A secção 4 fornece algumas comparações com outros Estados da União elegíveis para receberem transferências do fundo de coesão: elas mostram que Portugal teve um bom desempenho durante a primeira e a segunda fases da UEM, mas que a Irlanda se saiu melhor, provavelmente porque conseguiu ganhar credibilidade externa e vender estabilidade internamente cerca de cinco anos mais cedo do que Portugal. A secção 5 refere-se ao debate político sobre o futuro da Europa para além da CIG de 1996. Explora as implicações de se ver o alargamento como uma periferia ampliada onde o ganho de credibilidade é facilitado por esquemas como a geometria variável positiva.

Na secção 6 faz-se uma retrospectiva histórica, em que se mostra que a democracia foi associada à instabilidade financeira antes e depois da revolução de 25 de Abril de 1974, que derrubou o Estado Novo estabelecido depois da revolução de 28 de Maio de 1926, a qual foi feita em nome da estabilidade política e financeira. Iniciou-se um processo de convergência económica quando Salazar decidiu aderir à Associação Europeia de Comércio Livre (EFTA), em 1960, ao mesmo tempo que pedia empréstimos no mercado internacional de capitais para firmar o crédito da nação no estrangeiro.

O processo foi invertido entre 1975 e 1985, quando dois pacotes de estabilização com liberalização tiveram de ser negociados e postos em prática sob o patrocínio do FMI. Inversamente, alcançou-se convergência política durante o mesmo período e observaram-se ambos os tipos de convergência — económica e política — depois na adesão à Comunidade Europeia. A análise dos ciclos de convergência ajuda a explicar as interações entre a estabilidade financeira e política na secção 7.

Como se mostra na secção 8, a convergência política e económica simultânea sob o primeiro-ministro Cavaco Silva revelou as vantagens de regras claras de jogo relativamente às respostas ambíguas à liberalização externa que eu detectei em (1990). A reconquista da estabilidade a partir de 1992 é descrita na secção 9 como resultado da evolução iniciada em 1990 e continuada dentro do que é agora uma união de 15 Estados, englobando a maior parte da EFTA.

A secção 10, final, aponta para a validade geral dessas conclusões, com base na experiência portuguesa. Importa que os parlamentos nacionais as tenham presentes para uma conclusão com êxito da CIG de 1996, bem como dos subsequentes alargamentos da União Europeia.

2. GANHAR CREDIBILIDADE ATRAVÉS DA CONVERTIBILIDADE-OURO

O padrão-ouro desenvolveu-se a partir dos padrões bimetálicos e prata do início do século XIX, mas só vigorou efectivamente na maior parte do mundo

durante um período breve. A estabilidade de preços e de taxas de câmbio, a característica mais louvável de um padrão em espécie, ficou largamente limitada às regiões do centro do Atlântico Norte, como salientam Barry Eichengreen e Marc Flandreau (1955). Acresce que o esquema dos padrões monetários internacionais não pode permitir-se ignorar nem a política interna nem a internacional. A convertibilidade-ouro, por exemplo, está associada ao desenvolvimento económico e ao governo constitucional da classe média.

A substituição gradual, durante a segunda metade do século XIX, de sistemas monetários alternativos foi o reflexo da crescente influência política das classes industriais e comerciais mais do que o resultado de meros critérios de eficiência. De acordo com Alan Milward (1955), isso tornou-se particularmente evidente no debate que conduziu à adesão da Alemanha ao padrão-ouro na década de 1870.

A política é, uma vez mais, proeminente no comportamento dos bancos centrais no que se refere aos fluxos internacionais de capitais. O sucesso de uma política cambial, mesmo sob o padrão-ouro, podia depender de um factor tão difícil de se compreender como a confiança dos mercados. Deve sublinhar-se a impossibilidade de elencar medidas que as autoridades devam tomar para conquistar o respeito do mercado em cada circunstância. É uma visão simplista aquela segundo a qual as autoridades monetárias que são juridicamente independentes estão, de facto, livres de constrangimentos políticos. Os programas de acção dos bancos centrais sob o padrão-ouro foram moldados, desde o princípio, pela política da banca e da diplomacia.

Por exemplo, os bancos centrais mantinham reservas cambiais em praças financeiras estrangeiras não só para financiarem as intervenções nesses mercados, mas também para promoverem os objectivos da política externa das nações a que pertenciam. O mesmo pode ser dito das suas relações com a imprensa económica — cujos efeitos na reputação acerca da capacidade de contrair empréstimos das entidades soberanas individuais se sobrepunha frequentemente a outras percepções do mercado. Marcello de Cecco (1995) refere exemplos de fuga de informações para a imprensa durante o período do padrão-ouro. Elas provam que a decisão de adesão e o funcionamento do sistema eram condicionados tanto pelos factores económicos como pelos políticos, o que também se aplica às ameaças de inconvertibilidade.

As regras cambiais podem, em princípio e talvez na prática, desempenhar um papel útil como esteio da credibilidade das políticas macroeconómicas nacionais. Michael Bordo e Anna Schwartz (1995) coligiram evidências estatísticas que sustentavam a noção de que, para um número limitado de países industriais, o padrão-ouro e os subsequentes sistemas de taxas fixas aumentaram a credibilidade dos compromissos assumidos pelos responsáveis políticos em relação à estabilidade dos preços. Essas regras apareceram mais associadas

à estabilidade de preços e taxas de câmbio do que a sistemas alternativos. No entanto, pode ser difícil para os investidores distinguir uma regra contingente de uma política puramente discricionária.

Os resultados e a eficácia de uma regra cambial dependem do contexto político e económico. Nas experiências díspares de diferentes países, a regra só é respeitada quando as condições específicas, domésticas e internacionais, são adequadas. A maturidade económica e o desenvolvimento propiciaram o suporte para certa regra, ao criarem um círculo de interesses comerciais e industriais que ficaram em posição de beneficiar da estabilidade monetária, o que aumentou a diversificação sectorial da economia, reduzindo a sua vulnerabilidade às oscilações dos preços dos produtos de base.

Estes grupos de interesses, por seu turno, ajudou a controlar os défices orçamentais excessivos, na medida em que estes revelavam a predilecção dos governos por finanças inflacionistas. Devido à ameaça que a inconvertibilidade relativa ao ouro representava para a credibilidade, os défices foram mais elevados nos períodos em que a moeda era convertível do que quando a moeda foi forçada a sair dos padrões monetários internacionais. Isto é um reflexo da interacção entre a estabilidade política interna e a credibilidade externa.

3. MEDIDAS ORÇAMENTAIS PARA UMA MOEDA ÚNICA EUROPEIA

A necessidade de combinar a estabilidade interna com a credibilidade externa pode ser determinada a partir da história e da geografia dos padrões monetários internacionais: implica políticas orçamentais orientadas para o médio prazo que não sejam entendidas como ameaças à estabilidade de preços e taxas de câmbio. Leonardo Bartolini e Alan Drazen (1994) demonstram que esta combinação reflecte o papel da liberdade plena dos movimentos de capital como sinal das políticas futuras. Maurice Obstfeld e Kenneth Rogoff (1995), que também argumentam contra restrições monetárias internacionais, ilustram a dificuldade de se manter uma taxa cambial verdadeiramente fixa, a não ser no caso de uma moeda única.

A credibilidade nacional é mais difícil de alcançar quando o padrão internacional está, ele mesmo, em turbulência. Mas as crises monetárias tornam muito claro que a credibilidade não pode ser importada do estrangeiro, tem de ser conquistada. Além disso, uma regra cambial não é suficiente para se alcançar credibilidade, embora possa reforçar um compromisso interno de prosseguir uma política de estabilidade. De igual modo, a estabilidade tem de ser alcançada no plano interno e pode levar mais tempo a ser reconhecida pelos interesses comerciais e industriais se for importada através de uma fixação da taxa de câmbio.

A União Europeia foi a extremos para remover as restrições à convertibilidade cambial como parte do mercado único em serviços financeiros e da progressão em três fases para uma moeda única, determinada em 1993. A maior parte dos Estados membros procuram fixar as suas moedas umas às outras dentro de bandas, evitando o isolamento oferecido pelas restrições cambiais. Por essas razões, a experiência histórica com moedas convertíveis e taxas de câmbios fixas tem uma actualidade particular no que se refere à Europa. Os países que permanecem fora da grelha de paridades experimentaram isso anteriormente, quer formalmente, como a Itália e a Grã-Bretanha, quer informalmente, como a Suécia e a Finlândia. Só a Grécia (que eliminou os controles de capitais em 1994, depois do início da segunda fase do processo de unificação monetária) manteve um câmbio deslizando.

O esforço combinado dos bancos centrais e dos ministérios das finanças nacionais está no centro dos procedimentos multilaterais de supervisão que a União Europeia adoptou para assegurar a convergência das economias nacionais para a estabilidade de preços e para finanças públicas sãs. As origens desses procedimentos reportam-se à cooperação entre bancos centrais durante o padrão-ouro e aos esforços globais para manter alguma estabilidade das taxas de câmbio no princípio da década de 70, depois do colapso do padrão-dólar.

Apesar do alargamento das bandas de flutuação de 2,25% para 15% em Agosto de 1993, a criação do Instituto Monetário Europeu, em 1 de Janeiro de 1994, contribuiu para que a cooperação entre bancos centrais se tornasse mais operacional durante a segunda fase da UEM. O Tratado também introduziu um «procedimento para défices excessivos», envolvendo a Comissão Europeia, para determinar se os défices orçamentais e os níveis de dívida pública são tais que os Estados membros individualmente considerados podem participar na UEM.

Este procedimento anual tem estado ligado às orientações gerais de política económica e tem incluído todos os Estados da UE, com excepção da Alemanha, Irlanda e Luxemburgo. Essas normas são especialmente relevantes para países deficitários que recebem transferência do fundo de coesão (Grécia, Espanha e Portugal), na medida em que estão condicionadas ao cumprimento dos critérios de convergência. Embora tais procedimentos devam estar solidamente estabelecidos para que um padrão cambial europeu se torne realidade, eles têm encontrado dificuldades na sua execução e não estão sujeitos a apreciação parlamentar.

Consciente dessas dificuldades processuais, bem como do grau de convergência atingido durante os primeiros anos da segunda fase, o EcoFin decidiu, em 19 de Junho de 1995, que a terceira fase não iria começar antes de 1999. A recessão que assolou as economias europeias durante a primeira fase aumentou as dificuldades de cumprimento dos critérios de convergên-

cia. Do mesmo modo, a turbulência dos mercados cambiais, que se desencadeou em 1992, forçou ao realinhamento da lira italiana e da peseta espanhola e depois à saída da lira e da libra esterlina do SME. A turbulência persistiu até Agosto de 1993.

As autoridades espanholas pediram dois realinhamentos adicionais da peseta e cada um deles envolveu também o escudo português. Houve ataques especulativos à libra irlandesa, ao franco francês, ao franco belga e à coroa dinamarquesa. O ataque de Julho de 1993 suscitou uma reunião de emergência do EcoFin, que incluiu os governadores dos bancos centrais. Aos responsáveis não restou outra alternativa senão alargar as margens de flutuação do SME de 2,25% para 15%.

A banda de 15% não tem sido utilizada na totalidade pela maioria dos bancos centrais (no entanto, a instabilidade política, em conjunção com uma alta taxa de desemprego, fez com que a peseta espanhola caísse para a parte inferior da banda larga no Inverno de 1993-1994 e deu-se um realinhamento em Março de 1995). Neste caso, para a maioria dos países, o novo sistema eliminou com sucesso apostas ganhas à partida pelos operadores, sem condenar o sistema a uma maior instabilidade cambial.

Contudo, está agora ausente a disciplina externa fornecida pelo sistema de banda estreita e cada banco central deve decidir unilateralmente se intervém ou não para manter a respectiva moeda dentro das velhas bandas de flutuação. Isto exige uma rigorosa interpretação dos critérios de convergência para a terceira fase da UEM. Os requisitos institucionais para uma convergência bem sucedida ultrapassam os governos dos Estados membros. Eles envolvem também o parlamento e o tribunal de contas, tanto a nível nacional como da União — sem contar com a independência do banco central em assuntos de política monetária exigida no Tratado.

A construção europeia será sustentada se existirem normas políticas para proteger os interesses dos contribuintes actuais e futuros. Mas as instituições orientadas para evitar uma futura carga fiscal excessiva não se afirmarão a menos que os actuais eleitores percebam a insustentabilidade das políticas actuais. Os critérios de convergência para a terceira fase da UEM podem ser vistos a esta luz. Sem eles, o regime económico permanece frágil e sujeito a mudanças de política.

Na medida em que os poderes de tributar e de efectuar despesas, bem como o esquema de procedimentos orçamentais, continuam a pertencer aos Estados membros, o princípio da responsabilidade da Comunidade e de cada um dos Estados em relação às suas dívidas (*no bail out*) é a base de procedimento para défices excessivos. O Tratado dá ênfase aos procedimentos orçamentais porque o orçamento anual do sector público ajuda a que o mercado, os parceiros sociais e os contribuintes vejam a dimensão do sector público em relação ao âmbito da iniciativa privada. Isto diminui a «ilusão

orçamental», em virtude da qual as despesas e os empréstimos contraídos pelo governo tendem a ser superiores ao que seria socialmente desejável.

Há duas razões para o factor negativo subjacente a esta ilusão orçamental. A despesa pode ser excessiva porque o financiamento dos custos marginais não foi devidamente contabilizado. O financiamento da dívida pode ser excessivo porque os interesses dos contribuintes futuros estão sub-representados. Uma maior fatia de despesas previamente afectadas (transferências para empresas internas, pagamento de juros da dívida pública e vencimentos dos funcionários públicos) aumenta esse factor negativo. De um modo mais geral, as despesas que criam obrigações tornam difícil separar o efeito dos ciclos económicos do efeito de decisões políticas discricionárias.

Os remédios para a ilusão orçamental incluem reduções eventuais nas despesas e aumentos nas receitas devido à incerteza na previsão de ambos os lados do orçamento. No conjunto, os procedimentos orçamentais apropriados garantem que a autoridade que representa o interesse colectivo na eficiência das finanças públicas se sobreponha às actividades que originam despesas, incluindo as responsáveis pela criação de obrigações de despesa futura (ministérios ditos gastadores). Dados os valores envolvidos, as políticas de segurança social revelam-se decisivas para a avaliação das despesas futuras.

4. CONVERGÊNCIA E COESÃO DURANTE A PRIMEIRA E A SEGUNDA FASES DA UEM

Os indicadores de convergência em cada uma das quatro fases de coesão e na média dos 15 membros da União durante a primeira fase da UEM e durante os três primeiros anos da segunda fase mostram uma melhoria geral em Portugal superior à da Grécia, Irlanda ou Espanha. O diferencial de juros a longo prazo caiu de 6% (15,6% contra 9,6% de média comunitária) para 2% (10,7% contra 8,6%), ao passo que a diferença na taxa de desemprego, que era de menos 5% (4,4% contra 9,4% de média da União), passou a ser menos 4% (6,6% contra 10,7%).

A comparação das taxas de desemprego nos Estados da coesão é ainda mais notável. O desemprego na Espanha e na Irlanda é quase o dobro da média comunitária. A Grécia está na média, enquanto o desemprego português é apenas metade do que se verifica no conjunto da União. Na segunda fase prevê-se que a taxa de juros a longo prazo em Portugal fique abaixo da da Espanha, enquanto na primeira fase ela estava substancialmente acima da espanhola.

Os critérios orçamentais capturam a ligação entre a convergência real e nominal, na medida em que os défices e a dívida são a causa última de défices nos pagamentos externos, na inflação ou de ambos. Assim, Portugal e a

Espanha apresentam défices orçamentais que são metade do da Grécia, mas mais do dobro do da Irlanda. Portugal e a Grécia melhoram da primeira para a segunda fase. Note-se que, devido ao baixo nível da dívida pública de Portugal, o peso dos juros não é superior ao da Irlanda. Todos os quatro Estados têm dívidas públicas excessivas, originadas por políticas anteriores insustentáveis.

Voltando às contas externas, um défice excessivo na conta corrente externa pode originar pressões no mercado cambial, particularmente se esse défice for entendido como insustentável. O sinal negativo para a credibilidade da política a médio prazo do Estado será particularmente forte se o sector público estiver a consumir uma quota demasiado elevada dos recursos internos. Os dois casos que ilustram os pólos extremos são o da Irlanda, com amplos e consistentes excedentes públicos e externos, e o da Grécia, com substanciais défices públicos e externos. Portugal e, em menor grau, a Espanha apresentam défices externos moderados para 1994-1996, apesar de os défices públicos serem o dobro do exigido no Tratado. Isto sugere que, na verdade, se ganhou alguma credibilidade, tornando provável a futura redução desses défices.

Apesar deste desempenho, Portugal ainda tem um longo caminho a percorrer para atingir o nível de vida da Irlanda ou da Espanha. Medida pelo PIB *per capita* (ajustado às paridades do poder de compra) como uma percentagem da média da União, a convergência real apresenta-se forte na Irlanda e moderada em Portugal. A Grécia e a Espanha divergiram. No período de 1994-1996 os rendimentos *per capita* gregos mantiveram-se a 60% da média e os da Espanha a 78%, enquanto os portugueses atingiram quase os 70% (partindo de 66% durante a primeira fase e os da Irlanda chegaram perto dos 85% da média da União (partindo de 77%).

As comparações entre os quatro Estados da coesão e os dez Estados associados da União Europeia podem ser postas em perspectiva pelo cotejo entre os níveis de rendimento *per capita* em dólares com as paridades do poder de compra de 1993, tal como vêm referidas no *Atlas* do Banco Mundial. Empregando o milhar de dólares como unidade, pode ver-se que a República Checa estava ao mesmo nível da Grécia (8), seguida pela Estónia (7), Eslováquia e Hungria (6), Letónia e Polónia (5), Bulgária (4) e Lituânia e Roménia (3). Fora a Grécia, os outros três Estados da coesão situavam-se já nos dois dígitos, com Portugal a 10, a Irlanda a 12 e a Espanha a 13. Note-se que a estimativa para a Federação Russa, que não é um Estado associado, era de 5000 dólares.

O âmbito de variação dos níveis de vida entre Estados associados e de coesão sugerido por estas grandezas aproximadas é bastante vasto. Para os três Estados da coesão onde presentemente vigora a prática de défice exces-

sivo, isto mostra como é essencial que o fundo de coesão seja condicionalmente levado a cabo integrado no processo de supervisão multilateral. Se a prática de défice excessivo induzir os países associados a adoptarem um quadro apropriado de políticas de médio prazo bem antes de lhes ser exigido que o façam como parte das suas negociações para adesão, como eu defendi num trabalho conjunto com William Branson (1995), essas profundas divergências serão, muito provavelmente, atenuadas — em vez de aumentarem — antes do alargamento.

5. GANHAR CREDIBILIDADE ATRAVÉS DA GEOMETRIA VARIÁVEL POSITIVA

No sistema monetário internacional da segunda metade do século XIX havia vários blocos monetários, cada um deles com um centro e uma periferia, e não um sistema mundial unificado com um centro único. Os sistemas monetários de cada um desses blocos dependiam não só de factores comuns a países com níveis comparáveis de desenvolvimento económico, mas da própria história e características económicas dos países que integravam o bloco.

Há uma analogia óbvia entre esta geografia do padrão-ouro e o actual debate europeu sobre a viabilidade e a desejabilidade de sistemas institucionais com geometria variável. Estes foram contemplados no Tratado, tanto no que se refere à UEM como à carta social. Os países que actualmente participam no Acordo de Schengen, que trata da livre movimentação de pessoas, fazem todos parte da UEM. Com excepção da Dinamarca, que está ligada ao acordo nórdico de livre circulação de trabalhadores e, por isso, não faz parte do Acordo de Schengen, a inversa é também verdadeira.

Por outras palavras, pode ser igualmente útil distinguir vários grupos de países dentro da União Europeia. Os países nórdicos, vários dos quais constituíam no século XIX a união monetária escandinava, fornecem um exemplo, assim como as economias associadas da Europa central e de Leste, às quais foi feita uma promessa relativa ao ingresso no Conselho Europeu (a lista inclui os países mencionados antes, mais a Eslovénia).

Assim, foram instituídos procedimentos de cooperação multilateral com os Estados membros associados para preparar as negociações de adesão — sempre um processo bilateral entre o candidato e a União. Esses procedimentos mostram que a inclusão de todos os Estados membros que queiram e possam participar em políticas específicas é susceptível de ter um efeito positivo na necessidade de combinar o aprofundamento e o alargamento da União na próxima CIG.

A razão encontra-se no método de construção europeia: fomentar a interdependência internacional por meio da cooperação entre todos os níveis de governo, em vez de medidas defensivas envolvendo qualquer forma de protecção contra a competição estrangeira. Esta supervisão multilateral baseia-se tanto na pressão dos pares como na ameaça de sanções. Necessita certamente de aperfeiçoamento adicional nas áreas económica e monetária. Todavia, uma estratégia a médio prazo consta do Livro Branco sobre o Crescimento, Competitividade e Emprego, aprovado no fim de 1993, bem como nas orientações anuais sobre política económica já citadas.

O diálogo sobre política económica no seio da União pode levar ao tipo de consenso social que é necessário para ultrapassar interesses divergentes e estabelecer a coesão nacional durante a transição para a UEM. Como ele se estende para além da União, e especialmente às nações associadas da Europa central e de Leste, isso poderá ajudar a criar as instituições políticas e de mercado relevantes.

Mas, independentemente da forma de associação com a União, o objectivo básico da próxima CIG será alcançar um equilíbrio entre eficiência e transparência nas instituições comunitárias. Não será possível rever o Tratado sem envolver nisso os cidadãos da União. Da revisão de 1996 deveria emergir uma União mais transparente, cujas instituições sejam dotadas de uma mais clara responsabilização democrática.

O alargamento e o aprofundamento simultâneos da União implicam uma negociação permanente entre Estados nacionais baseada em acordos duradouros estabelecidos pelos principais partidos políticos. Deste ponto de vista, o equilíbrio institucional entre instituições comunitárias não pode suportar um núcleo fechado de entidades com poder de decisão. Não obstante, os Estados membros não devem bloquear a necessidade de aprofundamento da União expressa por uma maioria deles. Esta maioria, por seu turno, deve respeitar a impossibilidade de alguns Estados membros participarem no imediato no processo de aprofundamento desejado em algumas áreas, na medida em que eles não cumprem as condições exigidas.

Esta noção é designada por geometria variável positiva na resolução parlamentar de 8 de Abril de 1995. Dado que se baseia na não exclusão, é diferente de uma lista fechada de membros nucleares. Na medida em que é necessário o voto unânime de todos os Estados da União para definir os critérios de adesão, bem como as cláusulas de exclusão para qualquer aspecto particular daquela, também difere de esquemas *à la carte*. A geometria variável positiva tornar-se-á, provavelmente, uma característica mais proeminente da União depois da revisão do Tratado.

Acentuar a estabilidade de preços e taxas de câmbio e fortalecer a solidez das finanças públicas é uma tarefa formidável fora do núcleo estável dos

padrões monetários internacionais. Em países com históricos de inflação elevada nem os parceiros sociais nem os funcionários públicos percebem logo os benefícios da mudança de regime que os responsáveis políticos estão a tentar efectuar.

Pelo facto de a informação acerca da mudança de regime não estar prontamente disponível para os mercados financeiros internacionais, os custos da reforma podem aumentar indevidamente devido a erros de avaliação política. Daí podem resultar repetidos testes do mercado ao empenho das autoridades em manterem a estabilidade cambial. Se esses testes à determinação das autoridades aumentarem grandemente o custo de defenderem a taxa cambial, eles podem levar a inversões de política.

Esta é uma das razões por que o Tratado instrui o Conselho Europeu a emitir normas gerais que sirvam para aferir as políticas e o desempenho dos Estados membros. Com essas normas à disposição desde a reunião de Bruxelas pouco antes do início da segunda fase da UEM, os mercados têm tido melhor capacidade para avaliarem o progresso da reforma de política.

Quanto tempo levará para que o público e os mercados reconheçam que o regime político mudou? Com que rapidez pode alcançar-se credibilidade nacional? Embora, em certo sentido, a credibilidade nunca possa ser tomada por certa, algum tempo é necessário que uma nação conquiste uma reputação de probidade financeira.

O número de anos mais frequentemente mencionado pelos círculos financeiros é de dez. Isto envolve tipicamente várias eleições, onde pontos de vista alternativos da sociedade podem confrontar-se uns com os outros. Uma década sugere que pode ser melhor levar tempo e pôr de pé um processo de reforma que, ele próprio, se vá reforçando do que tentar uma série de medidas demasiado ambiciosas e excessivamente drásticas, que, no final de contas, irão falhar e prejudicar a credibilidade da política.

Para se formar um consenso social internamente poderão ser necessários sinais de que as autoridades estão empenhadas na reforma. Por seu lado, uma mudança de regime que leve a adequados procedimentos e instituições monetárias e fiscais torna o aprofundamento e alargamento da União compatível com a coesão. Essa mudança de regime em regiões e nações mais pobres pressupõe reformas estruturais que envolvem substanciais redistribuições de riqueza e rendimento entre os grupos sociais.

Se governos democráticos estáveis tiverem sucesso na efectivação de reformas que sustentem esse processo, contribuindo para se alcançar a convergência entre os Estados membros mais ricos e mais pobres, eles podem desencadear um círculo virtuoso de estabilidade e crescimento que vai reforçar-se a ele próprio. Por outro lado, ocorrerá um círculo vicioso se governos de curta duração, receando os conflitos sociais associados às reformas, atrasarem a sua efectivação e prejudicarem a convergência.

As condições iniciais herdadas por um governo podem limitar as alternativas ao seu dispor. Por exemplo, a recessão de 1992-1993 agravou a condição dos desempregados na Europa e tornou mais difícil reduzir a generosidade dos benefícios para os desempregados. Ao mesmo tempo, ao demonstrar a rigidez dos custos do mercado de trabalho e a importância da competitividade a nível empresarial, a experiência da recessão de 1992-93 pode ter, efectivamente, incentivado a adaptação estrutural e, em última análise, a coesão.

Se as reformas forem duráveis, o crescimento da criação de emprego será mais forte. Isso melhorará as perspectivas para completar a transição para a UEM e o compromisso da União para manter taxas de câmbio estáveis ganhará credibilidade. Estas condições finais e a estabilidade monetária que daí advém irão, por sua vez, servir de base a um cenário económico mais propiciador de emprego num círculo virtuoso.

Pelo contrário, se faltar credibilidade às condições finais, isso poderá originar um processo de convergência em «para-arranca» que bloqueará a mudança. Deste modo, mudanças temporárias e imprevisíveis no sentimento nos mercados financeiros podem interromper definitivamente o processo de convergência. Um governo só pode proteger-se dessa ameaça pela conquista de uma reputação de subordinar outros objectivos de política económica à prossecução da convergência.

Aqui, mais uma vez, a supervisão multilateral pode desempenhar um papel ao fornecer informação atempada sobre políticas económicas nacionais de um modo que enalteça a reputação de governos que o merecem. O mesmo se aplica à adopção de procedimentos orçamentais adequados aos níveis nacionais e da União. Isto aplica-se, evidentemente, aos países associados na Europa central e do Leste.

6. OS CICLOS DE CONVERGÊNCIA E DIVERGÊNCIA PORTUGUESA

A análise dos ciclos longos de convergência e divergência nominais e reais ajuda a explicar as interacções entre as estabilidades política e financeira. As médias de variações da produção em volume e preços em Portugal, em relação à média europeia, bem como a duração média dos governos em meses e dados sobre a taxa de câmbios e variáveis orçamentais constam dos vários quadros anexos nos quais os dados do meu (1995b) foram actualizados depois de 1990 e a taxa de câmbio em relação ao ecu utilizada para as médias dos períodos depois de 1960.

Os deflatores dos preços de produção em relação à média da União só estão disponíveis a partir de 1870. As ponderações utilizadas são baseadas nas quotas do produto interno bruto em dólares, em 1970, incluindo quase todos

os actuais 15 membros da União Europeia, embora não haja dados disponíveis para a Áustria e a Irlanda. Os dados portugueses sobre défice orçamental e dívida pública estão incompletos antes de 1854 e as séries monetárias são controversas; pelo menos até 1914, as estimativas do produto nominal antes de 1867 são particularmente pouco fiáveis e há um intenso debate acerca dos deflatores apropriados até ao início da contabilidade nacional, em 1947.

O período de amostragem, 1854-1995, pode ser dividido em dois ciclos longos de crescimento de setenta anos cada um — divergência até 1924 e convergência desde então. Isto é mostrado no quadro A do anexo. O padrão não se altera se a amostra se iniciar em 1834 ou, na verdade, em 1870: nos anos 90 o nível de vida em Portugal em relação à média europeia não é muito superior ao que era na década de 1830, mas é muito mais elevado em comparação com a década de 1920. A divergência da inflação, perto de 6% por ano para o período de 1870-1996 (não mostrada), reflecte a ausência de estabilidade e convertibilidade em simultâneo, na medida em que houve convergência real a uma taxa de 1,1% por ano sob o padrão-ouro.

Embora a fiabilidade dos dados seja baixa e a inclusão do ano de 1854 altere o resultado, esta é a mais alta taxa de convergência registada. É seguida de perto pela do Estado Novo de Salazar, com 1,0% (quadro C), e pela da década de Cavaco Silva, com 0,9% (de novo quadro C). O efeito da integração europeia sobre o crescimento pode ser determinado pela visão em conjunto dos períodos da EFTA e da UE (designada por EEE no quadro A): em 1960-1995 o aumento da convergência atinge aquele que se verificou durante o padrão-ouro.

A similaridade na convergência económica com a média europeia não deve ocultar a diferença entre instituições políticas. A política colonial do Estado Novo divergiu da dos outros parceiros europeus, uma divergência que se tornou mais notória quando o sucessor de Salazar tentou promover uma mais ampla participação política e negociar um acordo de comércio livre com a Comunidade Europeia.

O acordo foi assinado em 1972, mas, na sequência imediata da crise petrolífera de 1973, um golpe militar restaurou a democracia e a convergência política, ao mesmo tempo que uma explosão salarial e nacionalizações generalizadas inverteram o processo de convergência económica. Aquilo que se designa por II República no quadro C está dividido nos períodos do FMI e da CE no quadro A: isso levou a défices orçamentais elevados e ameaças à balança de pagamentos externos que minaram toda e qualquer credibilidade nacional que pudesse ter sido acumulada nos quinze anos anteriores, tal como argumentei no meu (1980).

Esses anos da EFTA apresentam uma notável convergência real de 2%, uma divergência nominal de 3% p. a. e uma taxa de câmbio estável em relação ao ecu (o que não se mostra é a apreciação em relação ao esterlino a – 2% p. a.), com um défice de 1% e uma dívida de 24%. Na duração do governo indicam-se catorze anos, devido à nomeação do sucessor de Salazar em 1968.

Dado que a existência de partidos políticos não era permitida pela Constituição de 1933, que estabeleceu um Estado Novo em regime civil, as eleições presidenciais não foram verdadeiramente livres entre 1926 e a revolta militar de 1974 e o primeiro-ministro foi o mesmo durante mais de quarenta anos.

Por conseguinte, a duração média dos governos não é uma medida adequada da estabilidade política. Devido a um ritmo de mudança inicialmente alto, a duração média para o Estado Novo é só ligeiramente mais alta do que a do ciclo parlamentar da Constituição de 1976. No outro extremo estão a I República, com uma duração média de quatro meses, e os primeiros dez anos da II República, que eu designo por «padrão-FMI» em (1980), com oito meses. Inversamente, a duração média dos governos liderados por Cavaco Silva foi de quarenta meses.

A experiência monetária portuguesa sugere que a simples associação entre convertibilidade e estabilidade, apresentada no quadro B, está longe de ser completa. O quadro C mostra como se comportam diferentes regimes políticos em termos de estabilidade da taxa de câmbio em relação ao esterlino. Mas a convertibilidade plena também propicia a mobilidade das pessoas e isso não deve ter constituído uma opção suficientemente segura para o Estado Novo. O regresso da República à emissão de empréstimos nos mercados internacionais, que começou em 1963, pouco depois da adesão à EFTA, foi motivado pelo desejo de ganhar credibilidade externa, como eu mostro em (1970), mas a noção de estabilidade no plano doméstico foi baseada na restrição dos direitos, liberdades e garantias e de uma reduzida participação política.

Se a emissão de empréstimos externos pelo Estado tivesse sido seguida por uma progressão gradual em direcção à convertibilidade total da moeda, como teria sido possível, dada a situação confortável da balança de pagamentos do país, então a combinação virtuosa de convertibilidade e estabilidade estaria mais próxima da que se verificou em outros países europeus. Contudo, o sistema financeiro português estava extremamente protegido da concorrência externa que poderia estar associada a uma moeda convertível. A influência política dos financeiros foi suficiente para impedir que o regresso do país aos mercados de capitais estrangeiros fosse acompanhado por uma liberalização do comércio em serviços financeiros, como a empreendida por outros países europeus. Num regime mais democrático, a influência dos interesses financeiros teria sido contrabalançada pela das empresas e consumidores e o resultado poderia ter sido diferente.

7. INTERACÇÕES ENTRE A ESTABILIDADE POLÍTICA E FINANCEIRA EM PORTUGAL

É peculiar o padrão português de interacção entre a estabilidade política e financeira. Com excepção da situação que se seguiu à revolução de 1974,

todas as fases de instabilidade ocorreram antes da mudança de regime de 1925-1931, como mostram os quadros B e C, onde as médias dos períodos foram adaptadas do meu (1995b) para reflectir a flexibilidade real da taxa de câmbio em anexo. Isto implica o aumento dos períodos estáveis e inconvertíveis (EI) para incluir 1891-1894 e 1974-1976 e, em correspondência, a redução dos períodos instáveis e inconvertíveis (II) — sem muitas alterações nos resultados combinados.

A única fase estável neste século que ocorreu em democracia começa em 1989. Na totalidade do período da amostra, 1834-1996, verifica-se a existência de democracia 70% do tempo, a mesma percentagem que a da duração da estabilidade cambial. Durante 30% do tempo temos a combinação de democracia com instabilidade financeira.

Esta particular simetria desfaz-se quando se exclui o período instável de 1834-1854, tal como faz o anexo, mas a questão permanece: verifica-se a ocorrência de democracia com câmbios estáveis durante metade do período (com 2% de défice orçamental e um muito ténue aumento da taxa de convergência), mas ocorre um regime autoritário com câmbio estável durante um terço completo (na verdade, com uma leve apreciação nominal em relação ao esterlino, um défice orçamental baixo de 1% do PIB e uma forte convergência real), observando-se em 17% do tempo uma combinação de estabilidade política e turbulência financeira (27% de desvalorização anual, 8% de défice e zero de convergência real).

Não admira que a percepção segundo a qual «as eleições provocam défices» tenha funcionado como um travão às tentativas de Portugal para ganhar credibilidade externa enquanto vende estabilidade no plano doméstico. Se os esforços para produzir disciplina orçamental forem vistos a nível interno como sendo de índole autoritária, a coesão nacional sofrerá e a credibilidade externa será mais difícil de estabelecer. Embora isso tenha sido exactamente aquilo que os governos estáveis de 1985-1995 tentaram alcançar, o seu sucesso só será testado nas próximas eleições, com um governo liderado por um primeiro-ministro diferente do que iniciou essa política há dez anos — o período que os mercados financeiros geralmente aguardam antes que uma mudança de regime esteja totalmente consolidada. Como a mudança de regime não se iniciou antes de 1989 e ainda não envolveu um primeiro-ministro diferente, as eleições de 1995 poderão ser um teste para o novo regime económico.

A correlação entre os indicadores de instabilidade política e instabilidade financeira (respectivamente, mudanças anuais no governo e na taxa de câmbio em relação ao esterlino) é de 54% para a totalidade do período da amostragem. A correlação entre mudanças de governo com a divergência é também perto de 50%, ao passo que a correlação negativa com a convergência real é de 8%. A correlação com défices orçamentais é de cerca de um terço (mais de metade antes de 1931, quase zero depois de 1974).

O quadro C mostra que a convertibilidade da moeda se verifica em 30% do tempo, mas apenas em períodos em que se conjuga a estabilidade política com a financeira. Isto deixa completamente de fora o Estado Novo e os períodos financeiros instáveis durante a vigência da democracia. A duração média de governos é de vinte e um meses e o défice atinge os 3% do PIB, mas aí a inflação está só 2% acima da média da União e a convergência real processa-se à taxa anual de 0,9%. A combinação oposta, instabilidade ou inconvertibilidade, ocorre em 70% do tempo, com os governos a durarem doze meses, em média, uma depreciação anual de 6% em relação ao esterlino, uma taxa de convergência de 0,6% p. a., mas um défice de 3%.

Além de tudo o mais, estas combinações mostram que qualquer tipo de estabilidade política a nível interno constitui um pré-requisito para alcançar credibilidade nacional, que a estabilidade está associada à convergência tanto em termos de crescimento como de inflação e que a convertibilidade permite um défice mais alto e uma dívida maior. O efeito da instabilidade é visível na divergência do crescimento e na inflação mais alta, com défices muito mais elevados e mais frequentes mudanças de governo.

Quando vigora a estabilidade, a convertibilidade permite uma dívida e défices mais elevados, resultado que confirma o que se disse na secção 2 *in fine*. Assim, quando a convertibilidade foi suspensa em 1891, Portugal sofreu uma quebra na sua taxa de crescimento. Isto verificou-se embora a suspensão não tenha provocado um aumento da instabilidade financeira. De facto, houve um aumento do rigor da política orçamental, com o qual se procurou fortalecer a credibilidade e restabelecer a convertibilidade o mais cedo possível.

A suspensão da convertibilidade durante várias décadas impediu o crescimento por, pelo menos, duas razões. Primeiro, uma política orçamental mais rigorosa originou problemas internos de adaptação. Depois, a suspensão da convertibilidade em 1891, e de novo em 1931, atrasou a modernização dos procedimentos operacionais do banco central e impediu o desenvolvimento de um sistema financeiro moderno.

Os rácios da dívida no produto (não apresentados) estão perto dos 100% sob convertibilidade e estabilidade e mais perto dos 60% exigidos pelo Tratado da União Europeia na combinação oposta (na medida em que compensei a avaliação por excesso dos rendimentos nominais antes de estarem disponíveis as contas nacionais, tanto os rácios do défice como os da dívida são muito superiores aos normalmente citados). Para eliminar o efeito nivelador e mostrar a amplitude do recurso ao financiamento monetário (pela subtração do défice), a alteração do rácio entre dívida e produto também foi calculada: é de zero para o período de amostragem. Decai à taxa de 1% por ano no Estado Novo, sobe na mesma percentagem em democracia estável e é zero em períodos de instabilidade financeira.

Quando a moeda é convertível, o rácio da dívida aumenta 2% anualmente. O caso extremo deste modelo é o do padrão-FMI, com um défice superior a 9% do PIB e um rácio de dívida que cresce a 4% por ano a partir de um nível abaixo dos 20% deixado pelo Estado Novo. Sob a combinação de taxas de câmbio instáveis e inconvertibilidade, quando o país é colocado na lista negra e não pode contrair empréstimos interna ou externamente, o rácio da dívida também decai ao ritmo de 1% por ano embora, como mencionado, o défice permaneça abaixo da actual regra de 3% do Tratado.

8. A DÉCADA DO PRIMEIRO-MINISTRO CAVACO SILVA

Os resultados de 1995 ainda não estão disponíveis e é certamente arriscado confrontar as diferentes fases dos primeiros dez anos de experiência de Portugal na Comunidade Europeia tendo unicamente por base os indicadores reunidos em anexo. Não obstante, o quadro D inclui uma primeira tentativa de resumir a década de Cavaco de acordo com dois critérios políticos óbvios: os três mandatos parlamentares (designados pelas iniciais AR seguidas do número de série a partir da Constituição de 1976) e os quatro ministros das Finanças (designados por MF seguidos do último nome de cada um deles).

Porque isto são dados anuais, as médias de período para os três governadores do Banco de Portugal sobrepõem-se em grande parte às do primeiro e quarto ministros e, por isso, não são apresentadas. Basta dizer-se que o segundo ministro e o segundo governador são a mesma pessoa

Um terceiro critério, que é mais subjectivo, mas talvez mais ligado à abordagem aqui seguida, dá ênfase à mudança gradual de regime de 1989 a 1992 (que inclui dois mandatos parlamentares e três ministros das Finanças e dois governadores do Banco de Portugal, num total de quatro indivíduos), divide os dez anos num «velho» regime de três anos (dois mandatos, um único ministro e um único governador) e num «novo» regime (um mandato, dois ministros e dois governadores).

Considerando a taxa do ecu como permanecendo constante em 1995, isso mostra como a consolidação da mudança de regime dissociou estabilidade e convertibilidade quando a primeira derivou da turbulência do sistema: a depreciação foi de 9% por ano sob o «velho» regime e de 4% sob o «novo», mas caiu para 1% durante a «mudança», ao passo que a taxa de divergência nominal baixou de 11% para 8% e 3% nos mesmos períodos. O padrão tendo por base os ministros é menos definido.

Com base nas previsões da Comissão para 1995, a quebra da taxa de convergência real é evidente, partindo de 2,4% no período AR 1986-1987 para 1,3% no primeiro mandato completo de quatro anos (AR V) e -0,3% no segundo (AR VI). A média a longo prazo aproxima-se, sem dúvida, da da fase de 1987-1991: a primeira fase reflecte o profundo declínio da acti-

vidade económica que se seguiu ao segundo acordo com o FMI e a terceira é consequência da severa recessão europeia de 1992-1993.

Não obstante, a taxa de divergência durante a recessão internacional (-1%) foi metade da que se tinha verificado em 1974-1975 e em 1983-1984, em grande parte, devido à orientação a médio prazo da política económica. Este padrão é ligeiramente atenuado se se aplicar o critério de regime, com 2% para o «velho», 1,1% durante a «mudança» e -0,6% para o «novo»; de acordo com os mandatos dos ministros das Finanças, a taxa de convergência real é 2% em 1986-1989, 1% em 1990-1991 e -0,7% em 1994-1995, mas cai para zero em 1992-1993.

Com base em ambos os critérios políticos, o rácio dívida/PIB apresenta um aumento sustentado, mas o rácio do défice oscila: o primeiro mandato (AR IV) teve o défice mais alto (6,2%) e o segundo mandato (AR V) o mais baixo (4,9%); o primeiro e o terceiro ministros tiveram défices a rondar os 5% e dívidas perto da norma do Tratado e o segundo e o quarto tiveram défices perto dos 6% e dívidas de 70%.

De modo inverso, sob o critério de regime, o rácio dívida/PIB permanece estável durante o «velho», cai à razão de 1% por ano durante a «mudança» e aumenta ao ritmo de 3% no «novo» regime, um modelo que não difere do que foi observado durante o padrão-ouro clássico. O défice teve uma evolução notavelmente similar de 5,7% no «velho» regime para 6,2% no «novo», mas com 4,5%, uma taxa mais baixa, durante a «mudança».

No modelo português de vender estabilidade internamente e ganhar credibilidade externa, a posição política a médio prazo está identificada com o primeiro-ministro, pelo que serão necessárias caras diferentes para, alternativamente, darem destaque aos objectivos domésticos e internacionais. O papel dos quatro ministros das Finanças que desempenharam funções sob a égide de Cavaco Silva de Outubro de 1985 a Outubro de 1995 pode ser visto nessa perspectiva: o primeiro e o terceiro introduziram reformas estruturais concebidas para ganhar credibilidade externa, ao passo que ao segundo e ao quarto foi pedido que ajudassem a manter estabilidade no plano doméstico. Talvez esse efeito não tivesse sido previsto na medida em que cada um deles, provavelmente, desejaria combinar a venda de estabilidade no plano interno e o ganho de credibilidade externa. Mas essa combinação competia ao primeiro-ministro.

9. A RECONQUISTA DA CONVERTIBILIDADE DO ESCUDO E DA ESTABILIDADE

Vamos agora descrever com mais pormenor a terceira mudança de regime em direcção à estabilidade das taxas de câmbio e à convertibilidade da moeda para mostrar como a reconquista da estabilidade implicava a exoneração da equipa que tinha executado a reforma de 1992, de modo que caras

diferentes pudessem sublinhar a predominância dos objectivos domésticos sob o «novo» regime, que tinha sido instituído gradualmente, desde 1989.

A mudança de regime começou com a revogação do congelamento constitucional das nacionalizações de 1975, aprovada no Verão de 1989. Embora isso fosse visto como uma condição prévia para a liberalização financeira, nem o governo nem os parceiros sociais associaram essa medida à estabilidade e à convertibilidade da moeda. Acresce que uma remodelação governamental em Janeiro de 1990 incluiu o Ministério das Finanças juntamente com três ministérios gastadores (Agricultura, Defesa e Saúde). Isto atrasou de algum modo a mudança de regime, dado que a prioridade era vender estabilidade internamente, na sequência da introdução dos impostos sobre os rendimentos, em conjunto com outras importantes reformas do sector financeiro.

Como é típico nas economias em transição, o novo ministro das Finanças veio do banco central, onde a supervisão bancária tradicional coexistia com o medo residual da fuga de capitais, herdado tanto do Estado Novo como da revolução de 1974, ainda que por razões opostas. Os receios da inflação, por outro lado, ajudaram a racionalizar os controlos sobre excessivos influxos de capitais, na medida em que mantinham as taxas de juro interno mais altas do que elas seriam de outro modo.

O biénio de 1990-1991, durante o qual se completou virtualmente o controle do banco central sobre a política macroeconómica, tornou mais difícil para a instituição aceitar em 1992 que a restauração da convertibilidade integral da moeda pudesse ser efectuada antes de expirar a derrogação negociada com Bruxelas.

Mas a mudança de regime também foi atrasada pela reversão da forte desinflação de 1986-1988. Contudo, o movimento em direcção às privatizações induzido pela emenda constitucional de 1989 atraiu importante investimento estrangeiro. Em resposta, foram apertados os controlos de capitais, administrados pelo banco central, para desencorajar os influxos excessivos, enquanto a liberalização doméstica permitia que subissem as taxas de juro da dívida pública. Esta medida tinha como objectivo preparar os bancos para o aumento da concorrência que se esperava da instituição do mercado único de serviços financeiros. Isso também ajudou a evitar a aceleração das pressões inflacionistas.

Contudo, dado o baixo nível de desemprego, verificou-se uma forte pressão ascendente nos salários, que o próprio governo incentivou com a reforma da grelha salarial da função pública. Foi discretamente introduzida uma política cambial de acompanhamento do marco alemão e um programa de consolidação orçamental a médio prazo, mas o sistema financeiro manteve-se protegido e a inflação ainda se situava nos dois dígitos quando o governo em exercício venceu as eleições em Outubro de 1991.

A mudança de regime foi tão gradual que os parceiros do mercado tiveram dificuldade em acreditar que ela estava efectivamente a processar-se: à medida que se aproximavam as eleições, vendia-se a estabilidade internamente por meio da adopção de uma política macroeconómica sem regras definidas. A ambiguidade da política anti-inflacionista em 1990-1991, provavelmente, tornou mais difícil a conquista de credibilidade externa.

O programa de convergência apresentado pelo novo governo em Novembro salientou o papel de liderança do sector público nas negociações salariais, mas no acordo sobre rendimentos e preços de Fevereiro de 1992 ainda eram fracos os sinais de contenção salarial. A resistência à contenção salarial por parte dos sindicatos e a resistência à moderação financeira por parte dos bancos não eram surpreendentes na medida em que a taxa de desemprego era baixa e a competitividade no sistema financeiro fraca. A memória recente da inversão da inflação também explica estas resistências corporativas.

Nos primeiros meses de 1993 não foi difícil defender a nova paridade, dado o nível de reservas extremamente alto. Mas os esforços paralelos para ganhar credibilidade externa e vender estabilidade internamente estavam a ser minados pela severidade da recessão europeia e pelo falhanço do acordo sobre uma política de rendimentos para 1993. Além disso, tanto internamente como no estrangeiro, ninguém entendia as divergências entre o governo e o banco central.

Estas diferenças eram mais visíveis na contabilização das perdas do banco central derivadas da introdução dos controles cambiais: de acordo com algumas estimativas, os custos da protecção financeira em 1990-1992 foram superiores aos fundos estruturais recebidos no mesmo período! Uma divergência mais profunda foi, contudo, a supervisão dos bancos comerciais exigida pelo mercado único de serviços financeiros — e a lei de reforma bancária de 1993.

O governo desejava um controle mais efectivo da concorrência entre bancos para assegurar a adopção de regras transparentes no respeitante aos custos de crédito para as pequenas e médias empresas. O banco central, em contraste, estava acostumado a limitar a sua atenção a uma supervisão prudencial estreitamente definida. A supervisão bancária durante o processo de privatizações também se tornou litigiosa, na medida em que o banco central tinha de competir com a entidade reguladora do mercado de acções, bem como com uma comissão de acompanhamento das privatizações.

Numa repetição do sucedido durante o período do padrão-ouro, e já referido na secção 2, as fugas de informações para a imprensa exacerbaram as divergências nestes assuntos entre o governo e o banco central e atribuíram-nas em grande parte a diferenças entre posições sobre política monetária: de acordo com os manuais, é suposto os governos desejarem a reflatão e os bancos centrais a deflação. No entanto, a emissão global de títulos da Repú-

blica em dólares — lançada em Setembro de 1993, depois de bem sucedidas emissões em ienes e marcos alemães — foi bem recebida. Ela consolidou a subida de notação da dívida externa portuguesa de *A+* para *AA-*, o primeiro movimento ascendente observado nos mercados desde a melhoria da Irlanda em 1989. As divergências não pareciam fazer sentido.

A alteração dos procedimentos tributários devido ao mercado único e a maior mobilidade da base de impostos fizeram baixar substancialmente as receitas fiscais. Ambas as circunstâncias levaram a expectativas sobre um custo de desinflação, em termos de produto, bem acima das previsões oficiais e a pressões para uma clara reversão de linha política. Embora se tivesse cumprido o tecto das despesas nominais no programa de convergência, foi necessário um orçamento suplementar. Devido a várias revisões dos valores do défice e do produto, o rácio acabou por ficar perto dos números para 1991 e 1994.

No ambiente instável de 1992-1993 mesmo discordâncias menores eram susceptíveis de causarem perturbação nos mercados cambiais estrangeiros, dado que aquilo a que Torres chama apropriadamente «autoridades monetárias excessivamente cautelosas [proteccionistas]» poderia contar com uma imprensa «amiga». Este comentário é ilustrado por uma entrevista do primeiro governador do banco central — debaixo do qual exerceu funções o segundo ministro e governador — a criticar a «incoerência» do terceiro ministro durante a discussão no parlamento do Orçamento para 1994.

Embora se tivesse mantido a estratégia de convergência gradual no programa de convergência revisto, aprovado pelo Comité Monetário antes da votação final, no dia seguinte foi anunciada uma remodelação governamental envolvendo o Ministério das Finanças e três dos ministérios mais gastadores (Emprego, Educação e Saúde).

A remodelação governamental (efectuada uma semana mais tarde, em 7 de Dezembro de 1993) não veio alterar a posição política contida tanto no orçamento anual como no programa plurianual. Este último obteve sem dificuldades a aprovação do EcoFin, ao mesmo tempo que a emissão global de títulos de dívida em ecu foi recebida com o mesmo sucesso da anterior. Porém, as fugas de informações para a imprensa económica sobre divergências entre o governo e o banco central voltaram com força no princípio de 1994 e levaram à demissão do governador, que tinha sido nomeado dois anos antes.

A credibilidade das políticas orçamental e monetária tornou-se então distinta da dos políticos que as conceberam e puseram em prática durante a mudança gradual de regime de 1989-1992. Além disso, como o primeiro-ministro anunciou no começo de 1995 que não iria recandidatar-se, a credibilidade a médio prazo da política macroeconómica começou a ser considerada ponto assente por ambos os maiores partidos políticos na corrida para as eleições de Outubro.

Uma maior consciência política e social dos benefícios da convertibilidade e estabilidade em relação ao que era o caso há quadro anos é um desenvolvimento bem-vindo. Na verdade, a instabilidade da segunda fase da UEM e as incertezas que rodeiam a próxima CIG exigem uma maior coesão nacional, se Portugal quiser cumprir o desafio da convergência para uma moeda única europeia antes de 1999.

O desafio é substancial, não tanto em termos dos indicadores macroeconómicos requeridos, mas porque há muitas reformas estruturais incluídas no Livro Branco sobre o Crescimento, Competitividade e Emprego — e propostas pelo governo depois de consultar os parceiros sociais — que ainda não foram postas em prática, porque o apoio bipartidário que elas parecem concitar ainda não foi traduzido em acção.

O mesmo pode ser dito acerca da reforma do funcionalismo público, uma das responsabilidades do Ministério das Finanças, que foi abandonada logo após a remodelação governamental e nunca mais foi mencionada nem pelo governo nem pela oposição. Ela permanece um obstáculo crucial na via para a modernização.

10. CONCLUSÃO

As comparações entre os Estados da União elegíveis para receberem transferências do fundo de coesão mostram que Portugal tem tido um bom desempenho durante a UEM, mas que a Irlanda se tem saído melhor, provavelmente, porque conseguiu ganhar credibilidade externa e vender estabilidade internamente cerca de cinco anos mais cedo do que Portugal.

O padrão histórico a longo prazo, por seu lado, mostra que a democracia foi associada a instabilidade financeira antes e depois da revolução de 25 de Abril de 1974, que derrubou o Estado Novo. Este regime foi estabelecido em nome da estabilidade política e financeira, na sequência de um golpe militar em 1926.

A reconquista da estabilidade a partir de 1992 é o resultado de um processo de convergência económica que se iniciou com a adesão à EFTA, em 1960, ao mesmo tempo que se pediam empréstimos no mercado internacional de capitais para firmar o crédito da nação no estrangeiro. O processo foi invertido entre 1975 e 1985, quando dois pacotes de estabilização com liberalização tiveram de ser negociados e postos em prática sob o patrocínio do FMI. Inversamente, alcançou-se convergência política durante o mesmo período e ambos os tipos de convergência — económica e política — foram observados depois na adesão à Comunidade Europeia, revelando, finalmente, as vantagens da existência de regras claras de jogo em relação às reacções ambíguas à liberalização externa que se observaram durante os vinte e cinco anos de EFTA — e depois disso.

Estas conclusões, derivadas da experiência portuguesa, devem ser levadas em linha de conta pelos governos e parlamentos nacionais para uma bem sucedida conclusão da CIG de 1996. Elas são particularmente aplicáveis aos países associados da Europa central e de Leste que desejem adquirir credibilidade nacional na transição que antecede os alargamentos da União que se seguirão à revisão do Tratado.

Em primeiro lugar, a conclusão do processo de convergência exige o reforço do apoio político interno à estabilidade e convertibilidade da moeda — e às políticas que a sua manutenção pressupõe, tais como finanças públicas sãs. Exige solidariedade entre os Estados membros da União e o seu empenhamento continuado nas políticas de convergência. Poder-se-ia pensar que estes pré-requisitos domésticos e internacionais para a manutenção na Europa da estabilidade e convertibilidade da moeda são muito diferentes daqueles em que se baseavam experiências anteriores, tais como o padrão-ouro clássico. Na verdade, estes pré-requisitos têm-se de facto mantido notavelmente constantes ao longo do tempo.

Em segundo lugar, as semelhanças históricas duradouras entre os padrões monetários internacionais advêm dos seus papéis como bens públicos para os Estados-nações associados. A provisão adequada do bem público da estabilidade do sistema baseia-se nas acções da economia nacional mais forte: a da Grã-Bretanha durante o padrão-ouro, a dos Estados Unidos durante o sistema de Bretton Woods e a da Alemanha na União Europeia. A Alemanha deve fornecer não só a estabilidade de preços exigida ao país-âncora, mas um nível de taxas de juro. O incentivo para não pagar a provisão deste bem público («boleia») aumenta à medida que cresce o número de Estados da União, pelo facto de os países individualmente considerados terem menor capacidade para internalizarem os benefícios de contribuir para o bem público.

Em terceiro lugar, os benefícios da instituição da convertibilidade monetária e da manutenção da estabilidade das taxas de câmbio, que também contribuem para a estabilidade do sistema de moeda convertível em geral, são menos aparentes para os países pequenos. Daqui derivam as experiências muito diferentes dos chamados países do centro e da periferia, que há muito tempo caracterizam a história do sistema monetário internacional. Em Portugal o momento em que foram tomadas as três decisões de convertibilidade deriva da necessidade de vender estabilidade internamente e, ao mesmo tempo, ganhar credibilidade externa.

A primeira decisão, em 1854, planeada no meio de um ambiente de guerra civil, foi tomada mais cedo em comparação com outros países europeus. Na medida em que foi amplamente debatida no parlamento, é também a mais adequada para se descrever como o resultado de uma mudança gradual de regime, onde ambos os objectivos se reforçaram mutuamente. As decisões de

1931 e 1992 foram tomadas comparativamente mais tarde e, embora também graduais, acarretaram alguma surpresa no plano interno, que foi considerada como compensada pelos benefícios da credibilidade. A ligação entre a estabilização de 1924 e a medida tomada pelo governo de Salazar em 1931 foi quebrada por um golpe militar: a estabilidade interna foi a hipótese invocada.

Quanto à decisão de 1992 do banco central, ela não foi entendida como parte de uma estratégia a médio prazo, dado que tinha sido concedida uma derrogação até, pelo menos, 1995 e a sua relação com a adesão ao SME não era fácil de explicar no meio da turbulência que se abateu sobre o sistema pouco depois da entrada do escudo. Vender estabilidade no plano interno envolveu uma remodelação governamental e demissões no banco central no auge da recessão, mas a decisão foi compensada pelo facto de acarretar um maior consenso acerca da posição política a médio prazo.

Em quarto lugar, a estabilidade e convergência na Europa e uma transição bem sucedida para a união monetária requerem empenho da parte da União para prover o bem público da estabilidade monetária, pela manutenção de uma inflação baixa e um nível de taxas de juro conducentes ao crescimento e normalização no conjunto da União Europeia. Para que os custos da convergência se distribuam, cada Estado membro deve seguir políticas macroeconómicas de médio prazo orientadas para a estabilidade, monitorizadas pelo EcoFin, em conjunto com a Comissão Europeia e o Instituto Monetário.

O exemplo europeu de geometria variável positiva na via para o alargamento e para uma moeda única sugere que a consolidação da política interna e procedimentos de supervisão multilateral são igualmente necessários para sustentar a cooperação internacional entre os Estados-nações, ou seja, entre qualquer país que deseje e possa integrar a UEM. O caso português parece sugerir que, se uma posição política a médio prazo for identificada com o primeiro-ministro, poderão ser necessárias caras diferentes para, alternativamente, darem ênfase aos objectivos domésticos e internacionais.

Entre os quatro ministros das Finanças que desempenharam funções sob a égide de Cavaco Silva, o primeiro e o terceiro introduziram reformas estruturais concebidas para ganhar credibilidade externa, ao passo que ao segundo e ao quarto foi pedido que ajudassem a vender estabilidade no plano doméstico. A conjugação dos dois objectivos esteve a cargo do primeiro-ministro.

BIBLIOGRAFIA

- BARTOLINI, Leonardo, e Alan Drazen (1994), «Capital Account Liberalization as a Signal», mimeog., Fundo Monetário Internacional, Novembro.
- BORDO, Michael, e Anna Schwartz (1995), «Fixed exchange rates as a contingent rule 1980-1990», in Macedo *et al.*

- BRANSON, William, e Jorge Braga de Macedo (1995), *Macroeconomic Policy in Central Europe*, CEPR Discussion Paper.
- DE CECCO, Marcello (1994), «Short-term capital movements», in Macedo *et al.*
- EICHENGREEN, Barry, e Marc Flandreau (1995), «The geography of the gold standard», in Macedo *et al.*
- LOUREIRO, João (ed.) (1995), *Portugal e a Integração Monetária Europeia*, Porto, Faculdade de Economia.
- MACEDO, Jorge Braga (1970), *A Dívida Externa Portuguesa*, Lisboa, Ministério das Finanças, *Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal*.
- MACEDO, Jorge Braga (1980), «Portuguese currency experience: an historical perspective», in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor J. J. Teixeira Ribeiro*, vol. IV, Coimbra, *Boletim da Faculdade de Direito*, pp. 311-352.
- MACEDO, Jorge Braga (1990), «Portugal: ambiguous response to external liberalization», in Christopher Bliss e Jorge Braga de Macedo (eds.), *Unity with Diversity in the European Economy: The Community's Southern Frontier*, Cambridge University Press.
- MACEDO, Jorge Braga (1995a), «Credibilidade da mudança em Portugal 1989-1992», in Loureiro, pp. 143-151.
- MACEDO, Jorge Braga (1995b), «Convertibility and stability 1834-1994: Portuguese currency experience revisited», in *Ensaio em Homenagem de Francisco Pereira de Moura*, Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, pp. 421-438.
- MACEDO, Jorge Braga (1995c), «Converging towards an European currency standard: convertibility and stability in the 1990s and Beyond», in Macedo *et al.*
- MACEDO, Jorge Braga, Barry Eichengreen e Jaime Reis (eds.), *Currency Convertibility: The Gold Standard and Beyond*, Londres, Routledge.
- MILWARD, Alan (1995), «The origins of the gold standard», in Macedo *et al.*
- OBSTFELD, Maurice, e Kenneth Rogoff (1995), *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, NBER Working Paper.
- REIS, Jaime (1995), «First to joint the gold standard, 1854», in Macedo *et al.*
- SANTOS, Fernando Teixeira dos (1995), «Last to join the gold standard, 1931», in Macedo *et al.*
- SILVA, Aníbal Cavaco (1995), *As Reformas de Década*, Lisboa, Bertrand.
- TORRES, Francisco (1995), «Portugal and the EMS: on the politics of monetary integration», in Loureiro, pp. 81-90.

ANEXO

Ciclos de convergência em relação à média da UE 15 (percentagem p. a.)

[QUADRO A]

	UKL/ECU DESVP/TE	Dívida/PIB (percentagem var.)	Défice (percentagem do PIB)	Convergência		Meses dur. méd. gov.	Quota tempo
				Nominal	Real		
DIV 55-24	7%	0%	2,4%	7%	- 0,1%	10	50%
CONV 25-95	1%	0%	2,9%	4%	1,0%	24	50%
OURO 55-91	0%	2%	2,2%	1%	1,1%	19	26%
EEE 60-95	6%	1%	5,2%	7%	1,1%	21	26%
EFTA 60-73	0%	0%	1,5%	3%	1,9%	168	10%
FMI 74-85	13%	4%	9,3%	11%	0,3%	8	9%
CE 86-95	4%	0%	5,4%	7%	0,9%	40	7%

Estabilidade e convertibilidade cambial (E/C)

[QUADRO B]

	UKL/ DESV/PTE	Dívida/PIB (porcen- tagem var.)	Défice (porcen- tagem do PIB	Convergência		Meses dur. méd. gov.	Quota tempo
				Nominal	Real		
1885-1890 EC	0%	2%	2,2%	1%	1,1%	19	26%
1891-1914 EI	1%	- 1%	0,7%	2%	- 1,1%	11	17%
1915-1924 II	45%	- 3%	7,1%	33%	- 1,6%	3	7%
1925-1976 EI	- 1%	- 1%	1,2%	1%	1,0%	27	37%
1977-1989 II	13%	2%	8,6%	12%	1,2%	16	9%
1990-1995 EC	- 1%	1%	5,6%	6%	0,1%	36	4%
EC MED	0%	2%	2,7%	2%	0,9%	21	30%
EI MED	0%	- 1%	1,0%	2%	0,4%	19	54%
II MED	27%	0%	8,0%	21%	0,0%	6	16%
EC + EI MED	0%	0%	1,6%	2%	0,6%	19	84%
II + EI MED	6%	- 1%	2,7%	6%	0,3%	12	70%
1855-1995	4%	0%	2,7%	5%	0,5%	14	100%
1891-1992	6%	- 1%	2,7%	6%	0,3%	12	72%

Regime político e estabilidade cambial (E/I)

[QUADRO C]

	UKL/ DESV/PTE	Dívida/PIB (porcen- tagem var.)	Défice (porcen- tagem do PIB	Convergência		Meses dur. méd. gov.	Quota tempo
				Nominal	Real		
Monarquia	0%	1%	1,7%	1%	0,2%	16	40%
I República	30%	-3%	5,0%	23%	- 1,8%	4	11%
Estado Novo	- 1%	-1%	0,9%	1%	1,0%	52	34%
II República	7%	2%	7,5%	10%	0,5%	13	16%
Democracia	7%	1%	3,6%	8%	- 0,1%	10	66%
E + DEMO	0%	1%	2,2%	2%	0,1%	14	49%
I + DEMO	27%	0%	8,0%	21%	0,0%	6	17%