



RICARDO PAES MAMEDE

Explicações alternativas para a crise do Euro e suas implicações

Análise Social, LV (3.º), 2020 (n.º 236), pp. 626-652

<https://doi.org/10.31447/AS00032573.2020236.07>

ISSN ONLINE 2182-2999

EDIÇÃO E PROPRIEDADE

Instituto de Ciências Sociais da Universidade de Lisboa. Av. Professor Aníbal de Bettencourt, 9
1600-189 Lisboa Portugal — analise.social@ics.ul.pt



Explicações alternativas para a crise do Euro e suas implicações. Neste texto discutem-se explicações alternativas para a crise que atingiu a zona euro em 2010-2012. A crise é indissociável da acumulação de desequilíbrios externos entre países membros desde meados dos anos 90. Assim, a explicação para as suas origens tem de passar pela identificação dos mecanismos que contribuíram para a acumulação daqueles desequilíbrios. As diferentes explicações discutidas – a convergência entre economias, as práticas orçamentais, as relações laborais, os fluxos de capitais e os perfis de especialização – não são mutuamente exclusivas. No entanto, os dados disponíveis sugerem que há processos mais relevantes do que outros – e não são os mais óbvios.

PALAVRAS-CHAVE: crise da zona euro; crise financeira; economia portuguesa; perfil de especialização; reforma da zona euro.

Alternative explanations for the euro crisis and their implications . The paper discusses alternative explanations for the crisis that hit the euro area in 2010-2012. The crisis is inseparable from the accumulation of external imbalances between member countries since the mid-1990s. Therefore, the explanation for its origins has to be found in the identification of the mechanisms that contributed to the accumulation of those imbalances. The different explanations discussed here – convergence between economies, fiscal practices, labour relations, capital flows and specialization profiles – are not mutually exclusive. However, the available evidence suggests that some processes are more relevant than others – and they are not the most obvious.

KEYWORDS: Eurozone crisis; financial crisis; Portuguese economy; specialisation profile; Eurozone reform.

Explicações alternativas para a crise do Euro e suas implicações

INTRODUÇÃO

Há uma década, a zona euro passou pela maior crise da sua curta história. Desde então foram apresentadas e debatidas várias explicações alternativas para esta crise, que pôs em risco a União Monetária Europeia (UEM). No presente artigo sistematizam-se e analisam-se criticamente os argumentos esgrimidos, discutindo as suas implicações para o futuro da zona euro.

A crise tornou-se evidente entre 2010 e 2012, quando aumentaram de forma acentuada os juros implícitos da dívida pública de alguns países membros. Nos anos anteriores, o diferencial de taxas de juro da dívida pública a 10 anos dos países periféricos face à Alemanha tinha sido, em geral, inferior a 0,5 pontos percentuais (p.p.). Os *spreads* começaram a aumentar rapidamente entre o final de 2009 (no caso da Grécia) e abril de 2010 (nos restantes países). Nos seus picos máximos, ocorridos entre julho de 2011 e julho de 2012, atingiram 38 p.p. no caso da Grécia, 15,6 p.p. em Portugal, 11,8 p.p. na Irlanda e 6,4 p.p. em Espanha.¹ Este período de instabilidade dos mercados financeiros na zona euro foi na altura designado como “crise das dívidas soberanas” (Lane, 2012).

O forte aumento dos custos de financiamento levou os governos dos países em causa a recorrer a empréstimos internacionais. Esses empréstimos foram acompanhados de programas de ajustamento que contribuíram para uma forte degradação do clima económico e para o aumento acentuado do desemprego (Armingeon e Baccaro, 2012; Stockhammer e Sotiropoulos, 2014). Entre 2008 e 2013 o emprego caiu 4% na zona euro, 18% na Grécia, 16% em Espanha, 13% em Portugal, 11% na Irlanda e 6% em Itália. Por sua vez, o PIB contraiu-se, em termos reais, 2% na zona euro, 26% na Grécia, 9% em Espanha, 8% em Portugal e em Itália; na Irlanda o PIB já havia caído mais

1 Fonte: investing.com.

de 7% entre 2007 e 2010, tendo começado a recuperar mais cedo do que nos países do sul.

No contexto da “crise das dívidas soberanas”, as fragilidades da zona euro foram identificadas como um problema de finanças públicas (Wyplosz, 2013). Posto em termos simples, a emergência da crise do euro seria o resultado de uma gestão orçamental descontrolada nas economias periféricas. Esta explicação justificava a opção de proceder a cortes na despesa pública e a aumentos drásticos dos impostos, que marcaram os vários programas de ajustamento.

No entanto, é hoje claro que a crise da zona euro não pode ser compreendida como um mero problema de finanças públicas (Baldwin e Giavazzi, 2015). O que há de comum e distintivo entre os países afetados não é a evolução das suas contas públicas ao longo dos anos, mas antes a degradação das suas contas externas desde meados da década de 90 (Lane, 2012; Shambaugh, 2012). Neste sentido, compreender a origem da crise da zona euro implica identificar os fatores que contribuíram para a acumulação de dívida externa em algumas das economias nacionais participantes na UEM.

O presente texto começa por discutir a ligação entre a dívida externa e as dificuldades de financiamento de alguns países na sequência da crise económica internacional de 2008-2009. De seguida aborda a relação entre os desequilíbrios externos no seio da zona euro e a evolução diferencial dos custos unitários do trabalho e da inflação. Com base nessa discussão, apresentam-se então várias explicações alternativas – que não são mutuamente exclusivas – para os desequilíbrios externos da zona euro. Conclui-se que, qualquer que seja a explicação adotada, a crise da zona euro decorre de problemas fundamentais na arquitetura da UEM. Porém, as diferentes explicações apontam para soluções muito distintas de reforma institucional, que variam entre o reforço das regras existentes até à recomposição, ou mesmo dissolução, da zona euro. O texto termina sintetizando as principais implicações do debate sobre as origens da crise do euro.

A CRISE COMO RESULTADO DE DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS

Paradoxalmente, a chamada “crise das dívidas soberanas” tem uma correlação modesta com a evolução das finanças públicas dos países da zona euro. Entre os países mais afetados pela instabilidade financeira de 2010-2012 incluem-se Espanha, Irlanda e Itália, cujas dívidas públicas diminuíram em percentagem do PIB entre 1999 (ano da criação do euro) e 2007 (vésperas da crise internacional). Uma parte importante do crescimento da dívida pública entre 2007 e o início da crise da zona euro ficou a dever-se a programas de resgates a bancos, sendo pouco óbvia a sua relação com as práticas orçamentais seguidas até aí.

Por contraste, há uma forte correlação entre a subida das taxas de juro sobre as dívidas soberanas em 2010-2012 e as necessidades de financiamento externo dos países – as quais são determinadas pelo conjunto da economia, em particular pelo setor privado. Por exemplo, Shambaugh (2012) estima que, no período da crise, 76% da variação nos *spreads* das dívidas públicas dos países da zona euro face à taxa de juro da dívida alemã são explicados pelos saldos da Balança Corrente em 2007. Quando se adiciona o rácio da dívida pública como variável de controlo, o poder de explicação da regressão estatística altera-se apenas marginalmente. Ou seja, a crise da zona euro surge mais fortemente associada aos desequilíbrios externos do que às dívidas públicas dos países membros.

É possível chegar a conclusões idênticas tomando por referência a evolução do endividamento externo das economias nacionais na década que precedeu a crise (em vez de olhar apenas para o saldo da Balança Corrente em 2007). A figura 1 ilustra a relação entre a variação dos ativos financeiros líquidos (AFL, uma medida de endividamento externo) no período 1996-2007 e a variação das taxas de juro de longo prazo (médias anuais) dos países da zona euro entre 2007 e 2012. É notório o contraste entre os países mais afetados pela crise da zona euro e aqueles que acabariam por servir de refúgio para os investidores em pânico: entre 1995 e 2007 os AFL em percentagem do PIB caíram 93 p.p. na Grécia, 91 p.p. em Portugal e 57 p.p. em Espanha, tendo registado variações positivas em países como a Alemanha, a Bélgica, a Finlândia e a Holanda.²

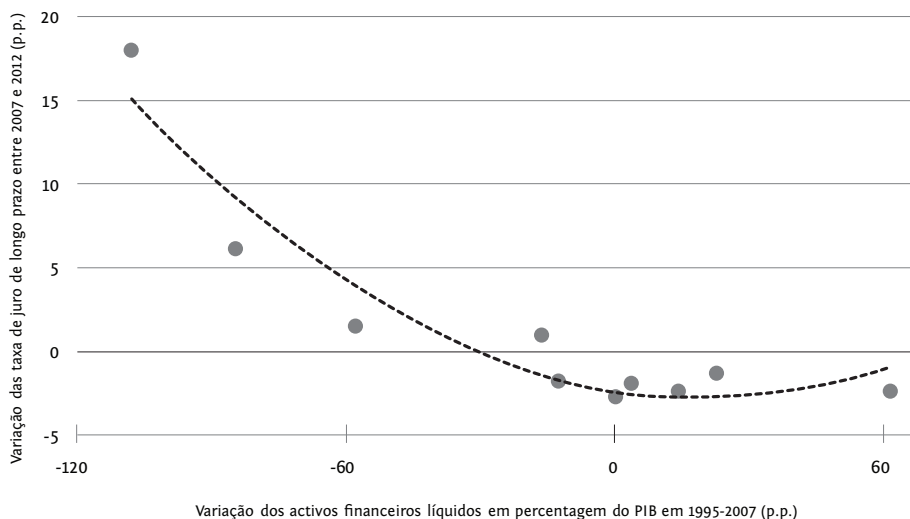
As conclusões de Shambaugh (2012) e o gráfico (figura 1) sugerem que os investidores internacionais tomam em consideração o endividamento externo do conjunto da economia nacional quando ponderam os riscos associados aos títulos de dívida pública de cada país. Ou seja, para iguais níveis de dívida pública os investidores atribuem um maior risco de incumprimento a países cujo endividamento externo é mais elevado e/ou tem vindo a crescer.

Gros (2011) identifica vários motivos – económicos e políticos – que ajudam a compreender a relação entre endividamento externo (não necessariamente público) e o risco financeiro atribuído a cada país. Primeiro, se a dívida pública do país for elevada mas a dívida externa reduzida, isso significa que grande parte dos credores do Estado são agentes privados nacionais e que

2 Fonte: AMECO. Salvo indicação em contrário, os dados utilizados neste texto foram obtidos a partir desta base de dados produzida pela Comissão Europeia. A AMECO não apresenta dados relativos aos AFL para a Irlanda e o Luxemburgo até 2001 e 1999, respetivamente, pelo que estes dois países não são considerados nas análises que se seguem relativas àquele indicador. Neste texto são excluídos da análise os países que não pertenciam à zona euro até 2007, uma vez que a análise respeita à acumulação de desequilíbrios externos no seio da UEM até às vésperas da crise internacional.

FIGURA 1

Relação entre a evolução do endividamento externo e o aumento dos juros de longo prazo nas economias da zona euro



Fonte: AMECO.

existe alguma capacidade de financiamento interna. Assim sendo, há margem para o Estado satisfazer as suas necessidades de financiamento – e para reduzir a dívida pública – através do aumento dos impostos (sem depender, portanto, dos mercados financeiros). Além disso, se os títulos de dívida do Estado são maioritariamente detidos por nacionais, os juros pagos tendem a permanecer dentro do país, não aumentando as necessidades de financiamento face ao exterior. Por fim, do ponto de vista político, é menos provável que o governo decida impor unilateralmente uma reestruturação da dívida pública caso esta seja maioritariamente detida pelos seus próprios eleitores.

A discussão anterior sugere que a explicação para as origens crise da zona euro residem na degradação das contas externas de alguns países nos anos que precederam a crise. Importa por isso identificar os fatores determinantes do aumento do endividamento desses países face ao exterior.

DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS, CUSTOS DO TRABALHO E INFLAÇÃO

No debate sobre os desequilíbrios externos no seio da zona euro são frequentes as referências à evolução assimétrica dos custos unitários de trabalho (CUT) (EC, 2009, 2011; Sinn, 2014). Os CUT correspondem ao rácio entre os custos totais do trabalho e as quantidades produzidas, ou seja:

$$(1) \quad CUT = \frac{w.L}{Y}$$

Onde w corresponde ao salário médio por trabalhador (ou por hora trabalhada), L ao número total de trabalhadores (ou de horas trabalhadas) e Y às quantidades produzidas.

Tomemos por referência uma empresa que produz um bem homogêneo em condições concorrenciais. Intuitivamente, se os custos médios por unidade produzida aumentam, a competitividade dessa empresa face às concorrentes diminui, por uma das seguintes razões (ou por uma combinação de ambas): ou as margens de lucro se mantêm, e para tal os seus preços de venda têm de aumentar, afastando os clientes para a concorrência; ou preços se mantêm, o que significa que as margens de lucro diminuem, pondo em causa as condições de crescimento futuro da empresa.

Este raciocínio é habitualmente transposto do nível da empresa individual para o nível agregado. Assim, assume-se que um aumento dos CUT de um país face aos seus parceiros comerciais traduz uma perda de competitividade externa desse país. O crescimento relativo dos CUT tenderia a provocar uma redução das exportações e um aumento das importações, por uma de duas vias: ou pela dificuldade acrescida das empresas expostas à concorrência internacional em enfrentar os competidores externos; ou pela compressão das margens de lucro, o que tenderia a afastar os investidores das atividades mais expostas à concorrência internacional (produzindo os mesmos efeitos a prazo).

A evolução dos CUT dos países da zona euro entre meados da década de 90 e as vésperas da crise internacional parece validar esta intuição. Entre 1995 e 2007, os CUT aumentaram 26% na Irlanda, 24% em Itália, 20% na Grécia e 14% em Espanha e em Portugal, face aos dos principais parceiros comerciais. Por contraste, os CUT relativos da Alemanha diminuíram 24% no período, os da Áustria 14% e os da Finlândia 12%.³

A forte associação entre a evolução dos CUT relativos e a degradação das contas externas levou vários autores a sugerir que a crise da zona euro se ficou a dever à perda de competitividade dos países periféricos (EC, 2009, 2011; Sinn, 2014). O fator determinante desta evolução seria o crescimento excessivo dos custos salariais face à evolução do produto (ou, o que é o mesmo, o crescimento excessivo dos salários médios face ao crescimento da produtividade).

Segundo esta perspetiva, o aumento dos salários teria favorecido o crescimento da procura interna, impulsionando por essa via o crescimento do PIB.

3 Os CUT relativos de cada país conforme são apresentados na base de dados AMECO são calculados tendo por referência 27 parceiros comerciais, ponderados pelo peso das trocas com o país em causa.

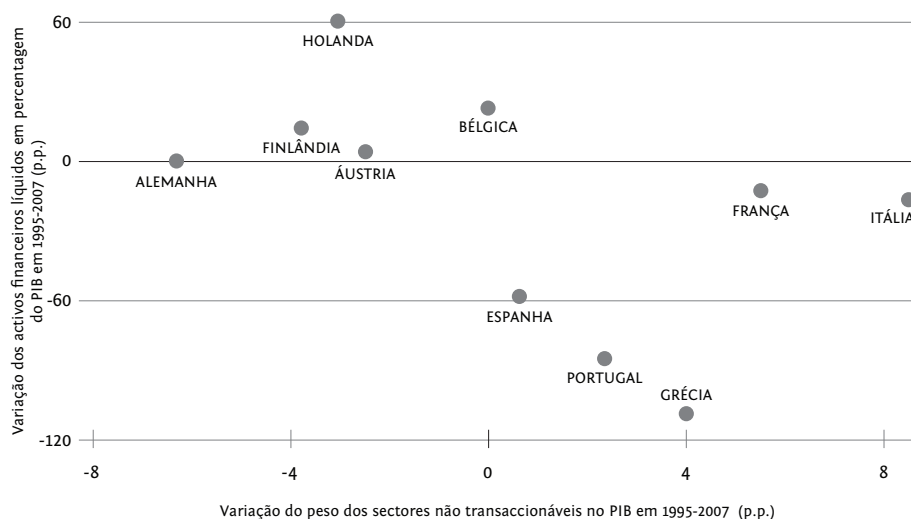
Porém, uma vez que a competitividade externa dos países estava a degradar-se, os setores de atividade expostos à concorrência internacional (designados por “transacionáveis”) perdiam peso face aos setores que dependem fundamentalmente da procura interna (os setores ditos “não-transacionáveis”).

A figura 2, que cruza a evolução dos AFL no período 1995-2007 com a variação do peso dos setores “não-transacionáveis” no PIB no mesmo período, parece corroborar aquela tese. Como se pode verificar, todos os países da periferia sul da zona euro (e também a França) viram aumentar o peso dos setores “não-transacionáveis” ao mesmo tempo que se degradavam as suas contas externas, acontecendo o inverso aos países que foram menos afetados pela “crise das dívidas soberanas”.

Embora seja comum associar a degradação das contas externas dos países do sul da zona euro à degradação da sua competitividade por via do aumento dos CUT relativos, esta não é a única leitura possível dos dados acima apresentados.

Felipe e Kumar (2011) chamam a atenção para as dificuldades envolvidas em interpretar o indicador dos CUT ao nível agregado. Como vimos acima, a noção de que um aumento dos custos médios por unidade produzida reduz a capacidade competitiva das empresas parece muito intuitiva. No entanto, essa noção faz mais sentido quando aplicada a empresas individuais que concorrem com outras em mercados de produtos específicos do que quando aplicada a uma economia no seu conjunto.

FIGURA 2
Evolução das contas externas e do peso dos setores não transacionáveis por país



Fonte: AMECO.

Repare-se que a noção de quantidades produzidas não tem significado quando transposta para o nível agregado. Nas economias nacionais ou regionais produzem-se bens e serviços de natureza muito diversa, que por definição não são comparáveis em termos quantitativos. Por esse motivo os CUT ao nível agregado, na prática, são obtidos através da divisão dos custos salariais pelo valor acrescentado a preços constantes (como indicador aproximado das quantidades produzidas). Este, por sua vez, é obtido pelo valor acrescentado medido a preços correntes (VA) dividido por um índice de preços (P), ou seja:

$$(2) \quad CUT = \frac{w.L}{VA/P}$$

Repara-se que a expressão (2) difere substancialmente da expressão (1), na medida em que o denominador não se refere a quantidades físicas, mas antes a um valor monetário ajustado em função da variação dos preços. Por esse motivo, o valor dos CUT ao nível agregado só faz sentido por referência a um ano base, relativamente ao qual se define o índice de preços (o que não acontece com o valor dos CUT de uma empresa).

Importa também notar que a expressão (2) pode ser transformada da seguinte forma:

$$(3) \quad CUT = \frac{w.L}{VA} \cdot P = s^w \cdot P$$

Ou seja, os CUT a nível agregado correspondem ao resultado do produto entre a parcela do fator trabalho no rendimento (*wage share*, em inglês) e o índice de preços. Ao contrário do que possa parecer, nenhum destes componentes tem uma relação direta com a competitividade da economia de um país.

Por exemplo, assumindo que a distribuição funcional do rendimento entre capital e trabalho se mantém estável, os CUT relativos irão aumentar nos países onde a inflação é maior. No entanto, o diferencial positivo de inflação pode ser explicado por um crescimento mais rápido da procura interna, sem que isso signifique forçosamente uma penalização da capacidade competitiva do setor exportador (como veremos adiante).

Este exemplo é semelhante ao que se passou nas economias periféricas da zona euro no período em análise. De facto, a parcela dos salários nos rendimentos nacionais *diminuíram* na Irlanda (-5 p.p.), em Espanha (-3,8 p.p.), em Portugal (-2,9 p.p.) e em Itália (-1,4 p.p.) entre 1995 e 2007, caindo mais do que na média da UE (-2,3 p.p.) nos três primeiros casos. Isto significa que o aumento dos CUT nestes países é inteiramente atribuível ao aumento dos preços – e não ao aumento do peso dos salários nos rendimentos nacionais. Se aquele aumento mais rápido dos preços afetou ou não a competitividade das

economias periféricas, não pode ser deduzido apenas da análise da evolução dos CUT.

As diferentes formas de interpretar os CUT aqui enunciadas – enquanto indicador de competitividade, de diferencial de inflação ou de distribuição de rendimentos – refletem-se, como veremos, nas várias explicações possíveis para a acumulação de desequilíbrios externos no seio da zona euro até à crise internacional.

EXPLICAÇÕES POSSÍVEIS PARA OS DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS

Neste ponto analisam-se cinco tipos de explicações possíveis para os desequilíbrios externos que estiveram na origem da crise da zona euro. Em cada caso apresentam-se argumentos teóricos e empíricos que sustentam a explicação em causa, discutindo-se também as suas limitações para uma compreensão adequada das origens da crise da zona euro.

CONVERGÊNCIA NOMINAL E REAL

Os países mais afetados pela crise da zona euro no período 2010-2012 são também aqueles que apresentavam menores níveis de rendimentos médios e/ou maiores níveis de inflação em meados da década de noventa, entre os países fundadores da UEM. É possível encontrar nestas divergências de partida – e no processo de convergência nominal e real que se seguiu – uma explicação para os diferenciais de inflação registados no seio da zona euro.

No processo de implementação do mercado comum de capitais as taxas de juro convergiram rapidamente; no entanto, os diferenciais de inflação persistiram. Em parte, esta é uma consequência esperada do processo de integração internacional (de Haan, 2010): em países com níveis de inflação historicamente mais elevados a convergência das taxas de juro nominais traduz-se habitualmente em quedas mais acentuadas das taxas de juro reais; como resultado, verifica-se um crescimento mais acelerado da procura interna, que tende a traduzir-se em níveis de inflação mais elevados. Por outras palavras, num contexto de convergência das taxas de juro nominais, decorrente da integração dos mercados de capitais, maiores níveis de inflação no passado podem conduzir a níveis superiores de inflação no presente.

Para além dos efeitos da convergência nominal, também a convergência de níveis de rendimentos médios contribui para explicar o diferencial de inflação no seio da zona euro, por razões tanto do lado da procura como da oferta.

Do lado da procura, o aumento do poder de compra surge tipicamente associado ao reforço do peso no consumo privado de bens e serviços menos

expostos à concorrência internacional (de Gregorio et al., 1994).⁴ O facto de não estarem expostos à competição externa implica que os preços desses produtos cresçam mais do que os dos bens transacionáveis.⁵ Desta forma, o peso dos setores não-transacionáveis no produto tende a crescer mais – e inflação a ser maior – nas economias que partem de níveis de rendimento médio inferiores.

Do lado da oferta, o impacto da convergência real no diferencial de inflação pode estar associado ao chamado efeito Balassa–Samuelson (Samuelson, 1994). Resumidamente, assume-se que os aumentos de produtividade são mais expressivos nos setores transacionáveis (indústria transformadora, na sua maioria) do que nos não-transacionáveis (essencialmente, atividades de serviços). O aumento da produtividade, por sua vez, acarreta um aumento dos salários reais. Porém, existindo mobilidade no mercado de trabalho, os salários tendem a crescer em ambos os tipos de setores. Como a produtividade cresce mais lentamente nos setores não-transacionáveis, o aumento dos salários aí praticados traduz-se num crescimento mais rápido dos preços respetivos (por forma a assegurar as margens de lucro). Ora, uma vez que a produtividade dos setores transacionáveis tende a crescer mais rapidamente nos países que estão a passar por um processo de convergência económica do que nas economias mais avançadas (não havendo motivo para esperar que o mesmo aconteça nos setores menos expostos à concorrência internacional), é de esperar que a inflação seja mais elevada nos países em convergência.

Os argumentos apresentados sugerem que o diferencial de inflação verificado no seio da zona euro até às vésperas da crise internacional é o resultado natural e expectável da integração económica internacional entre países com níveis de desenvolvimento distintos. Por sua vez, a evolução mais rápida dos preços nos países da periferia levou a um aumento da taxa de câmbio real efetiva nesses países, que promoveu as importações e penalizou as exportações.

Esta explicação para a crise parece sugerir que a única forma de evitar o agravamento dos desequilíbrios externos dos países da zona euro teria sido desacelerar o processo de integração dos mercados de capitais e/ou a convergência entre níveis de rendimento médio.

4 Este padrão pode ser explicado, por exemplo, pelo facto de muitos serviços corresponderem a “bens superiores” (ou seja, produtos cuja procura aumenta mais do que proporcionalmente quando os rendimentos crescem) (Dornbush, 1998).

5 Diferentes estudos citados por de Haan (2010) convergem na conclusão de que foram os setores não-transacionáveis que mais contribuíram para os diferenciais de inflação entre as economias da zona euro no período em análise.

É possível questionar aquelas conclusões com base em pelo menos dois argumentos. Primeiro, não é de excluir que a adoção de outras medidas de política económica pudesse ter atenuado os efeitos da convergência nominal e real sobre o diferencial de inflação. Segundo, em alguns casos a produtividade dos setores não-transacionáveis cresceu mais rapidamente do que a produtividade dos setores mais expostos à concorrência internacional (foi o que aconteceu, nomeadamente, com o setor financeiro em muitos dos países periféricos). Isto leva-nos a considerar outras explicações possíveis para as origens da crise da zona euro.

No debate sobre o papel que as opções nacionais poderiam desempenhar na prevenção dos desequilíbrios externos na UEM é frequente referirem-se dois domínios de política: as práticas orçamentais e a regulação dos mercados de trabalho. Estes domínios serão discutidos nas duas secções seguintes, respetivamente.

PRÁTICAS ORÇAMENTAIS

As opções de política orçamental podem afetar as contas externas dos países de diferentes formas. Desde logo, a adoção de políticas expansionistas em contexto de forte crescimento económico tende a estimular a procura interna e o aumento dos preços (Wyplosz, 2013). Froot e Rogoff (1991) notam também que os gastos do Estado têm tipicamente um peso maior de produtos não-transacionáveis do que o consumo privado; uma vez que os preços deste tipo de produtos tendem a crescer mais do que os preços dos bens expostos à concorrência internacional, os países onde mais aumenta o peso do Estado registam com frequência taxas de inflação também elas mais significativas. O impacto das contas públicas na inflação pode decorrer ainda da evolução dos salários da função pública, seja pelo efeito direto no consumo privado, seja pelo impacto que possam ter na fixação dos salários do setor privado.

Note-se, no entanto, que não é possível estabelecer uma relação óbvia entre a forma como a crise da zona euro afetou os diferentes países e as opções de política orçamental nos anos precedentes. Não existe uma forte correlação entre o (in)cumprimento das regras orçamentais da UE até 2007 e as taxas de juro sobre as dívidas soberanas registadas durante a crise: enquanto Portugal e Grécia registaram défices públicos superiores a 3% do PIB ao longo de todo o período⁶, em Espanha e na Irlanda os saldos orçamentais ficaram sempre abaixo daquele valor desde pelo menos 1998, tendo chegado a 2007 com valores positivos; por contraste, países como a Alemanha, a Áustria e a Holanda

6 Note-se, porém, que a economia grega cresceu sistematicamente acima da média da zona euro, ao contrário da portuguesa.

registaram défices orçamentais acima de 3% do PIB em vários anos do período em análise.

Também não houve um aumento uniforme da dívida pública nem do peso do Estado na economia daqueles países durante os primeiros anos da moeda única. De facto, as despesas públicas em percentagem do PIB diminuíram na Irlanda, em Espanha e em Itália, tendo aumentado em Portugal menos de 2 p.p., mantendo-se a níveis inferiores aos da média europeia (só no caso da Grécia se verificou um aumento para níveis superiores à média).

No que respeita à evolução dos salários da função pública, constata-se que os países periféricos foram aqueles onde os salários médios do setor público mais cresceram em relação aos do setor privado, com a exceção de Portugal onde se verificou o inverso (ECB, 2007). Note-se, porém, que a evolução referida pode ficar a dever-se a fatores de natureza muito diversa: composição de qualificações dos trabalhadores nos dois setores, escassez relativa de trabalhadores por tipo de qualificação, prevalência de diferentes regimes contratuais, pressão concorrencial no setor privado, entre outros (BCE, 2007). Por conseguinte, não é possível associar diretamente a variação diferencial dos salários nos setores público e privado à evolução da inflação em cada país.

Embora não seja de excluir que a condução da política orçamental possa ter dado um contributo para o agravamento das contas externas das periferias da UEM, é questionável que a política orçamental pudesse constituir o instrumento decisivo para lidar com a acumulação de desequilíbrios externos, dado o enorme aumento do endividamento privado no período.

Constâncio (2014) dá o exemplo elucidativo do caso português. Entre 1995 e 2000, refletindo o crescente recurso a crédito no período, os ativos líquidos do setor privado baixaram de 5% para -5,2% do PIB (uma variação de -10 p.p. em apenas cinco anos no saldo do setor privado). No mesmo período o défice público melhorou de -4,5% para -2,8% do PIB (+1,7 p.p.). Sabendo-se que a soma dos saldos privado, público e externo tem de ser igual a zero, conclui-se que neste período o défice externo implícito aumentou de -0,5% para -8% do PIB (uma variação de 7,5 p.p.). Para que o Estado conseguisse compensar o elevado aumento do endividamento privado no período – prevenindo assim a degradação das contas externas – o saldo orçamental teria que ser fortemente excedentário, o que seria praticamente impossível em termos políticos, ainda menos num contexto de forte crescimento económico em geral e dos salários no setor privado em particular.

Em suma, ainda que a adoção de políticas orçamentais mais contra-cíclicas em alguns países pudesse ter contribuído para diminuir a extensão dos desequilíbrios externos no seio da zona euro, é difícil atribuir à gestão das finanças públicas a origem fundamental desses desequilíbrios.

PRÁTICAS DE FIXAÇÃO DOS SALÁRIOS NAS ECONOMIAS PERIFÉRICAS

Para além das duas interpretações dadas anteriormente para os CUT – enquanto custos salariais médios por unidade produzida (expressão 1) ou enquanto produto da parte do fator trabalho no rendimento nacional e da evolução dos preços (expressão 3) – aquele indicador pode também ser apresentado como o rácio entre os salários médios e a produtividade aparente do trabalho, ou seja:

$$(4) \quad CUT = \frac{\frac{w}{VA/P}}{L}$$

em que VA/P corresponde ao valor acrescentado a preços constantes. Desta forma, o aumento dos CUT relativos na periferia da zona euro são frequentemente interpretados como um aumento excessivo dos salários médios face à evolução da produtividade. Segundo esta perspetiva, as origens da crise da zona euro encontram-se nas práticas de fixação de salários nos países periféricos, que não teriam tido em conta a evolução da produtividade, favorecendo assim a deterioração das condições de competitividade (Zemanec, 2010; Sinn, 2014).

Há várias objecções que se podem colocar a esta explicação sobre as origens da crise da zona euro. Desde logo, importa notar que o crescimento dos CUT nos setores mais expostos à concorrência internacional foi muito inferior ao verificado no conjunto da economia. Por exemplo, o crescimento dos CUT da indústria transformadora foi 42% inferior à média nacional no caso da Irlanda, 23% em Portugal, 16% na Grécia, 14% em Espanha e 5% em Itália. Daqui se conclui que o aumento dos CUT relativos nas economias periféricas na zona euro se prende fundamentalmente com a evolução dos setores não-transacionáveis. Assim sendo, torna-se menos evidente que o endividamento externo das periferias deva ser atribuído a dificuldades competitivas dos setores expostos à concorrência internacional decorrentes do aumento dos CUT nesses setores.

Em segundo lugar, não é óbvio que o crescimento dos salários nas periferias da zona euro tenha sido excessivo face à evolução da produtividade. Como se viu no ponto 3, entre 1995 e 2007 a parcela dos salários nos rendimentos nacionais diminuiu na Irlanda, em Espanha, em Portugal e em Itália. O quadro 1, por sua vez, permite verificar que os salários médios reais cresceram abaixo da produtividade em Espanha, Itália e Portugal, e a um ritmo semelhante na Irlanda.

O quadro 1 evidencia que mais do que um crescimento excessivo dos salários nos países periféricos, registou-se no período um fraco crescimento

QUADRO 1

Taxa de variação média anual entre 1995 e 2007 dos ganhos, da produtividade e dos CUTs em alguns países da zona euro

	Ganhos médios nominais	Produtividade aparente	CUT	Ganhos médios reais
Espanha	3.3%	0.4%	2.9%	0.2%
Irlanda	6.0%	2.9%	3.0%	3.1%
Itália	3.0%	0.6%	2.4%	0.4%
Grécia	7.1%	2.7%	4.3%	3.3%
Portugal	4.4%	1.4%	2.9%	1.2%
Alemanha	1.0%	1.1%	-0.1%	-0.2%
Zona euro	2.3%	1.1%	1.2%	0.4%

Fonte: AMECO

dos salários na Alemanha.⁷ Note-se que a estagnação dos CUT no caso alemão entre 1995 e 2007 têm menos a ver com a dinâmica da produtividade do que com a estagnação salarial.

Os diferenciais de inflação entre as economias do centro e da periferia da zona euro parecem assim estar menos associados a um aumento excessivo dos salários nos países periféricos do que à forte repressão salarial ocorrida na Alemanha.

A estagnação dos salários médios na Alemanha, em larga medida, resultada de um conjunto de decisões tomadas a partir de 2002 na maior economia da zona euro no contexto das chamadas “reformas Hartz”, que incluíram: maiores restrições na possibilidade de recusa de ofertas de emprego por parte dos desempregados; aceitação de práticas salariais ao nível das empresas desalinhas com os acordos coletivos estabelecidos ao nível setorial; redução das contribuições das empresas para a segurança social (compensados por impostos indiretos); redução das contribuições patronais para os seguros de saúde (passando a ser assumidas pelos trabalhadores); entre outras (Streeck e Trampusch, 2005; Bofinger, 2015).

Se assumirmos que os salários devem aumentar em linha com a produtividade acrescida do nível de inflação desejado – e que o objetivo na zona euro é de uma inflação ligeiramente abaixo de 2% – então o crescimento médio anual

7 Para além da Alemanha, só a Áustria verificou um crescimento dos salários inferior aos da média da zona euro, embora muito próximo desta (2,0% contra 2,3%). Isto significa que, no contexto da zona euro, a Alemanha constitui um caso extremo de baixo crescimento dos salários no período em análise.

dos salários nominais na Alemanha deveria ter sido próximo dos 3% durante o período em análise, quase três vezes acima do que se verificou.

Bofinger (2015) aponta várias implicações da estagnação dos salários na Alemanha após 2000 para o acentuar dos desequilíbrios das balanças comerciais entre países da zona euro. Por um lado, as práticas salariais alemãs conduziram à desaceleração das importações de produtos oriundos dos restantes países da zona euro após 2000.⁸ Por outro lado, aumentos salariais modestos poderão ter contribuído para o desempenho positivo de alguns setores exportadores alemães, em alguns casos penalizando os produtores de outros países da zona euro. Estes aspetos sugerem que os desequilíbrios externos que se acumularam no seio da zona euro até às vésperas da crise se devem, pelo menos em parte, às práticas salariais prosseguidas na Alemanha no início do século.⁹

A tese de que as origens da crise se encontram nas práticas salariais seguidas nos países periféricos – que teriam provocado o crescimento dos CUT e, por essa via, a perda de competitividade das exportações – é também posta em causa por diferentes estudos de natureza econométrica. Por exemplo, Gabrisch e Staehr (2014) analisam as relações de causalidade entre a evolução dos CUT e do saldo da Balança Corrente para 27 países da UE entre 1995 e 2012, concluindo que as variações nas contas externas no período *precederam* as alterações nos CUT, não fazendo sentido atribuir-lhes a responsabilidade pelos desequilíbrios externos na zona euro. No mesmo sentido, Gaulier e Vicard (2012) constataam que, embora a dinâmica das contas correntes esteja correlacionada com os CUT e com as importações, o mesmo não acontece com as exportações; concluem assim que o aumento dos défices externos nos países periféricos não se deve à perda de competitividade do setor exportador, mas a fatores do lado da procura. Por sua vez, num estudo sobre os fatores determinantes da inflação na zona euro, Beck et al. (2009) concluem que os diferenciais de inflação no longo prazo são causados pelas características estruturais e pelo funcionamento dos mercados de fatores à escala regional, mas não pelas características dos mercados de trabalho nacionais.

8 Segundo o autor, a taxa média de crescimento anual das exportações dos países da zona euro para a Alemanha passou de 8,2% entre 1995 e 2000 para 3,1% entre 2000 e 2005).

9 Bofinger (2015) chama também a atenção para os efeitos que a repressão salarial na Alemanha produziu nos desequilíbrios externos da zona euro por outras duas vias: a política monetária seguida na zona euro em 2003-2005 (i.e., a adoção de baixas taxas de juro em resposta à inflação reduzida, largamente determinada pelo fraco crescimento do consumo privado na Alemanha); e a acumulação de excedentes pelas empresas alemãs (que acabariam por alimentar os fluxos de capitais para as periferias). Estes fatores contribuíram para a contínua expansão do crédito nas economias periféricas, dando origem aos efeitos sobre as contas externas que serão discutidas na secção seguinte.

Os resultados referidos acima contrariam não apenas a ideia de que a crise da zona euro tem origem nas práticas salariais nas periferias da zona euro, mas também a noção aparentemente intuitiva de que o aumento dos défices externos nesses países se deve à perda de competitividade das exportações por via de um aumento dos CUT.

Para ser compatível com aqueles resultados, as explicações para a crise têm de conseguir identificar um mecanismo causal para o agravamento dos défices externos que não passe forçosamente pela deterioração das condições competitivas do setor exportador. É o que faz a explicação apresentada na secção seguinte.

CRÉDITO, FLUXOS DE CAPITAIS E PERCEÇÃO DO RISCO

Um aspeto distintivo dos países mais afetados pela crise da zona euro é o forte crescimento do crédito bancário ao setor privado desde meados da década de noventa. O valor dos empréstimos a empresas não-financeiras e a particulares passou de 70% do PIB em 1995 para 190% em 2007 no caso de Espanha, de 77% para 170% em Portugal, de 35% para 93% na Grécia e de 67% para 105% em Itália.

Este aumento do crédito explica-se, em larga medida, pela queda acentuada da taxa de juro real, que resultou de uma combinação de fatores: a política de convergência nominal no contexto da preparação da entrada na UEM, a liberalização financeira, o aumento da concorrência no setor bancário, bem como o forte aumento de capacidade de financiamento dos bancos domésticos (decorrente do acesso facilitado a financiadores internacionais no quadro do mercado único europeu e da redução dos riscos cambial e de crédito) (Mamede et al., 2016). Tendo tido lugar num contexto económico internacional muito favorável, o aumento do crédito impulsionou uma forte expansão da procura interna nas economias periféricas da zona euro, assumindo uma dinâmica auto-cumulativa: a disponibilidade de crédito em condições favoráveis contribuiu para a dinamização da atividade económica, levando ao aumento do emprego, ao aumento dos salários reais e ao crescimento do consumo privado; o forte crescimento económico e o aumento dos rendimentos reais, assumidos como permanentes, geraram expectativas de crescimento económico futuro, contribuindo assim para o aumento da procura de crédito para fins de investimento e de consumo por parte de empresas e particulares.

A expansão do crédito teve efeitos assimétricos na estrutura produtiva das economias nacionais. Como seria de esperar, favoreceu primordialmente as atividades cuja procura tende a ser mais dependente das condições de acesso a financiamento, em particular os setores da construção e do imobiliário.

Por exemplo, no caso português cerca de $\frac{3}{4}$ do aumento do crédito a particulares entre 1995 e 2000 destinou-se a compra de habitação e $\frac{2}{5}$ do aumento do crédito a empresas não-financeiras foi dirigido aos setores da construção e do imobiliário (Mamede et al., 2016). Sendo um setor intensivo em mão-de-obra, a construção foi responsável por uma parte substancial do crescimento do emprego nos países da periferia da zona euro entre 1995 e 2007: 21% na Irlanda, 20% em Espanha, 19% na Grécia, 18% em Portugal¹⁰ e 15% em Itália, contrastando com 9% na média da zona euro (na Alemanha e na Áustria o emprego na construção diminuiu no período).

A canalização de grande parte do crescimento do crédito para os setores da construção e do imobiliário nas economias periféricas explica-se, em larga medida, pelo facto de serem à época países com uma menor dotação de infraestruturas físicas (o que por sua vez reflete as maiores dificuldades de acesso a financiamento de longo prazo no passado). No caso particular do crédito para compra de casa, o forte crescimento dos empréstimos a particulares reflete também a insuficiência de oferta habitacional nas zonas urbanas em rápida expansão e à opção dos governos de colmar essa falha por via de incentivos aos particulares para compra de casa (Santos et al., 2015; Rodrigues et al., 2016).

Para além da construção, o padrão de crescimento económico nestes países favoreceu um aumento do peso dos setores do comércio, da hotelaria e da restauração superior ao verificado na média da zona euro. Note-se, porém, que o aumento do peso destes setores não implicou necessariamente um desempenho negativo da atividade exportadora: as taxas médias de variação anual das exportações irlandesas, gregas e espanholas (12,1%, 12,0% e 8,8%, respetivamente) ficaram acima da média da zona euro no período (7,3%), enquanto as exportações portuguesas apresentaram um desempenho próximo da média (7,1%) e as italianas um pouco inferior (5,1%)¹¹. O aumento do peso dos setores não-transacionáveis também não esteve necessariamente associado a uma contração absoluta do emprego nos setores expostos à concorrência internacional. Por exemplo, no que respeita às indústrias transformadoras, o emprego cresceu em Espanha (17%), na Grécia (2%) e na Irlanda (6%), respetivamente; por contraste, o emprego industrial contraiu em Itália (-3%) e Portugal (-27%).

De facto, seja pelo estímulo decorrente do aumento da procura interna, seja pela dinâmica da procura externa, vários setores produtores de bens

10 Em Portugal o volume de emprego na construção atingiu o pico em logo em 2002 – e não em 2007 ou 2008, como nos restantes países periféricos. Entre 1995 e 2002 a construção foi responsável por 28% do aumento do emprego em Portugal.

11 O padrão descrito é semelhante quando se consideram apenas as exportações de bens.

transformados continuaram a crescer no período. No entanto, pelo facto de estarem expostos à concorrência internacional (e de se tratar, em muitos casos, de produtos pouco diferenciados), a procura de bens transformados não se refletiu significativamente no crescimento dos preços.

Por exemplo, em Portugal, segundo os dados do INE, os bens alimentares, o vestuário e o calçado contribuíram para mais de metade do aumento do consumo entre 1995 e 2007, mas apesar disso verificaram uma evolução de preços negativa. Por contraste, quase metade do aumento geral dos preços ao consumidor é devida a bens recreativos e culturais, restaurantes, hotéis, e transportes – atividades que, no seu conjunto, foram responsáveis por apenas $\frac{1}{4}$ do aumento do consumo. Também o consumo de habitação e serviços associados (água, eletricidade, gás, etc.) explica quase metade da inflação no período.

Estes dados confirmam a ideia de que o diferencial positivo de inflação nos países da periferia da zona euro se deve fundamentalmente ao aumento mais rápido dos preços dos produtos não-transacionáveis, aqui explicado pelo padrão de desenvolvimento económico induzido pela forte expansão do crédito. Os dados apresentados sugerem também que os desequilíbrios externos da zona euro não decorrem, em geral, da perda de competitividade dos setores expostos à concorrência internacional, mas antes da forte expansão das atividades não-transacionáveis nos países da periferia.

Uma forma de perceber melhor o contributo relativo de diferentes tipos de fatores – competitividade externa, expansão da procura interna ou outros – para a evolução das economias periféricas consiste em analisar os contributos das várias componentes das balanças corrente e de capital para a variação dos respetivos saldos.¹² É isto que fazem Lagoa et al. (2014), comparando a média dos saldos nos períodos 1995-1997 e 2005-2007, conforme se vê no quadro 2.

Os dados apresentados revelam situações muito díspares. No caso da Irlanda e de Portugal as balanças de bens e serviços apresentam um contributo modesto para a degradação das contas externas, sendo a balança de rendimentos a componente mais saliente, com um contributo também relevante das transferências correntes. Isto significa, na prática, que o grosso da degradação das contas externas destes dois países se deve a um maior pagamento de juros e

12 O saldo conjunto das balanças corrente e de capital determinam a capacidade (se o saldo for positivo) ou a necessidade (se for negativo) de financiamento de uma economia nacional face ao exterior. A balança corrente é composta pela balança de bens, de serviços, de rendimentos e das transferências correntes. As duas primeiras refletem os fluxos comerciais internacionais (exportações e importações de bens e serviços), a balança de rendimentos a entrada e saída de rendimentos dos fatores produtivos (no caso em análise, principalmente juros e lucros), enquanto as transferências correntes são fundamentalmente constituídas pelas remessas de e(i)migrantes e pelos fundos da UE.

QUADRO 2

Variação dos valores médios dos saldos da balança de capitais e da balança corrente (e suas componentes) entre os períodos 1995-1997 e 2005-2007 (em percentagem do PIB)

	Bens e serviços	Rendimentos primários	Transferências correntes	Capitais	Necessidade de financiamento
Irlanda	-1.9	-3.3	-1.7	-1.0	-7.9
Grécia	-4.9	-4.8	-2.8	0.7	-11.7
Espanha	-6.6	-1.0	-1.1	-0.4	-9.1
Portugal	-1.4	-2.4	-2.0	-1.1	-6.9
Itália	-4.5	1.4	-0.7	0.0	-3.9

Fonte: AMECO.

lucros ao exterior, a uma redução das remessas de emigrantes a partir do exterior, e ao aumento das remessas de imigrantes para os países de origem. Por contraste, nos casos de Espanha e Itália a maior parte do aumento do défice externo no período é explicado pela degradação das balanças de bens e serviços, estando a Grécia numa posição intermédia.

A degradação das balanças de bens e serviços (que se verificou com maior intensidade nos casos de Espanha, Itália e Grécia) parece sugerir que estes países apresentavam problemas de competitividade internacional, mas esse não é necessariamente o caso. Como já vimos, com a exceção de Itália, as exportações das economias periféricas cresceram acima, ou muito próximo, da média da zona euro. Isto significa que na generalidade dos casos, a deterioração da balança corrente está mais relacionada com a expansão acentuada das importações, mais do que com a dificuldade de exportar.

Os vários dados apresentados parecem favorecer uma explicação para a acumulação de dívida externa das economias periféricas que assenta no padrão de crescimento económico induzido pela expansão do crédito. O aumento do investimento, do emprego e do rendimento disponível associado àquela expansão levou a que as importações crescessem mais rapidamente do que as exportações. Além disso, o forte crescimento do emprego e dos salários reais refletiu-se na redução da emigração e num aumento da imigração, com impacto negativos nas remessas líquidas (que constituíam uma fonte de receitas externas historicamente elevadas para os países da periferia da zona euro). Por fim, o forte crescimento do crédito levou a uma degradação do défice da balança de rendimentos, refletindo o crescente peso do pagamento de juros ao exterior.

Não obstante, esta explicação por si só não permite perceber o desempenho modesto da indústria transformadora em Portugal e em Itália, que contribuíram para a deterioração das contas externas destes países. Para o

perceber importa considerar as diferenças de perfil de especialização entre as economias da zona euro.

PERFIL DE ESPECIALIZAÇÃO

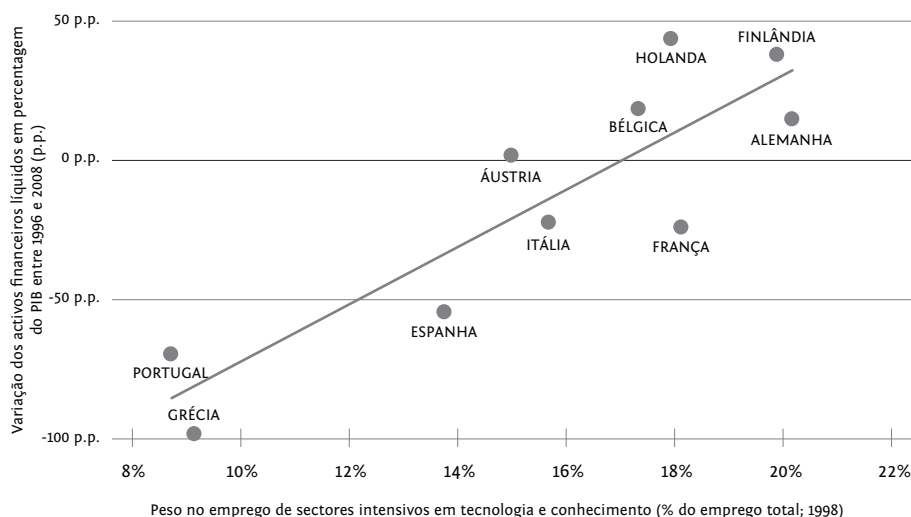
Em geral, os mecanismos analisados nas secções anteriores têm impactos sobre a estrutura produtiva dos países. Como vimos, o aumento do poder de compra das populações no contexto de processos de convergência económica surge tipicamente associado a um aumento do peso de bens e serviços menos expostos à concorrência internacional (Dornbush, 1998). Por sua vez, quando o crescimento económico é impulsionado pela forte expansão do crédito bancário é habitual registar-se um aumento da atividade de setores como a construção e o imobiliário (Mamede et al., 2016). Também o crescimento dos gastos do Estado acarreta tipicamente um aumento do peso de produtos não-transacionáveis, dada a estrutura habitual da despesa pública (Froot e Rogoff, 1991). De uma forma geral, a subida dos CUT e/ou dos preços relativos de um país tende a penalizar as atividades mais expostas à concorrência internacional. Os diferentes mecanismos referidos contribuem para explicar o rápido aumento do peso dos setores não-transacionáveis nos países da periferia da zona euro até às vésperas da crise internacional de 2008-2009.

Importa notar, porém, que o impacto de cada um daqueles mecanismos na estrutura produtiva das economias pode depender, por sua vez, da respetiva estrutura produtiva de partida. De facto, é difícil ignorar a forte associação entre as diferenças iniciais nas estruturas produtivas e a evolução das contas externas dos países da zona euro desde meados da década de noventa (Teixeira et al., 2014).

Por exemplo, existe uma forte correlação positiva entre o peso dos setores intensivos em tecnologia e conhecimento no emprego de cada país no início do período e a variação sucessiva dos respetivos ativos financeiros líquidos, como se pode verificar na figura 3. Ou seja, os países da zona euro que mais aumentaram o endividamento face ao exterior são tendencialmente aqueles que possuíam à partida estruturas económicas menos sofisticadas.

A evidente associação entre as estruturas produtivas de partida e a evolução posterior das contas externas não permite, por si só, deduzir uma relação de causalidade direta. Por exemplo, é possível que o padrão de especialização seja um mero reflexo do estágio de desenvolvimento de cada país, sendo de esperar que as economias menos desenvolvidas cresçam mais rapidamente num contexto de convergência (como se viu anteriormente). A ser assim, o endividamento teria aumentado nos países periféricos não por terem estruturas produtivas mais frágeis, mas porque os seus níveis de vida convergiram com os países mais avançados.

FIGURA 3
Evolução das contas externas e estrutura produtiva dos países da zona euro



Fontes: AMECO e Eurostat.

Há, no entanto, vários argumentos que sugerem que as diferenças de partida no padrão de especialização podem de facto ter contribuído diretamente para o agravamento dos desequilíbrios externos na zona euro.

Vários estudos mostram que o desempenho exportador dos países membros da UEM no período em análise está muito associado ao respetivo perfil de especialização (Danninger e Joutz, 2007; IMF, 2008; CE, 2011; Gaulier et al., 2012; Simonazzi et al., 2013; Strom e Naastpad, 2015). Os países do Sul tendem a especializar-se em setores que concorrem diretamente com as economias emergentes e que enfrentam procuras internacionais pouco dinâmicas. Por contraste, os países do centro e norte da zona euro especializam-se na exportação de produtos tecnologicamente avançados, cuja procura mundial tem crescido de forma pujante e que são menos sensíveis à concorrência baseada no preço. Os estudos referidos atribuem as diferenças de desempenho exportador das economias da zona euro às assimetrias de perfil de especialização – e não tanto a fatores como os CUT, os preços ou a eficiência relativa.

Importa, em qualquer caso, notar que o efeito das alterações dos CUT ou dos preços relativos no desempenho exportador depende, também, ele do padrão de especialização de cada país. Tipicamente, a competitividade dos setores menos intensivos em tecnologia e conhecimento baseia-se mais no fator preço do que na qualidade dos produtos, traduzindo-se numa maior elasticidade procura-preço. Isto significa que o aumento dos preços tende a penalizar mais o setor exportador das economias do sul da UEM. Não é apenas

a evolução dos preços internos que conta para este efeito, sendo fundamental ter em consideração a evolução das taxas de câmbio.

Por exemplo, entre 2001 e 2008 registou-se uma forte apreciação do euro, tendo o seu valor subido de 0,96 para 1,61 dólares por euro no período. Dadas as diferenças de perfil de especialização, esta evolução cambial penalizou mais as exportações dos países do Sul do que as do Norte. Em particular, dada a elevada especialização de Portugal e Itália em produtos muito expostos à concorrência extracomunitária e cuja competitividade depende muito do fator preço, a forte apreciação cambial do euro até 2008 ajuda a explicar o fraco desempenho das exportações daqueles países (Mamede, 2014).

As diferenças nas estruturas produtivas levam a que as economias nacionais reajam de forma distinta não apenas à dinâmica da procura e dos preços internacionais, mas também à evolução da atividade económica doméstica. Tipicamente, a elasticidade procura-rendimento é menor para produtos de baixa intensidade tecnológica do que para bens de capital e produtos intermédios mais sofisticados. Por conseguinte, mesmo que o PIB dos vários países cresça ao mesmo ritmo, o saldo da balança comercial tende a evoluir em sentidos opostos em diferentes países da zona euro: nas economias do sul, as importações crescem mais do que o produto, dada a sua dependência tecnológica face ao exterior; por contraste, economias exportadoras de bens de capital vêem aumentar o seu saldo externo (Simonazzi et al., 2013).

Por fim, num contexto marcado pela abundância de crédito, a debilidade dos setores transacionáveis constitui em si mesmo um incentivo à rápida expansão das atividades menos expostas à concorrência internacional. Escasseando as oportunidades de investimento com retorno elevado e/ou de risco reduzido em setores sujeitos à pressão de concorrentes externos, tanto os bancos como os investidores tendem a canalizar uma maior parcela dos seus recursos para investimentos mais rentáveis e/ou mais seguros. Em particular, o investimento em construção e imobiliário em geral oferece garantias às instituições de crédito que o investimento em máquinas e equipamentos para produção industrial não pode oferecer nesses contextos.

Em suma, as características distintivas do perfil de especialização das economias do sul da UEM contribuem para explicar a acumulação dos desequilíbrios externos da zona euro por diferentes vias: menor adequação à procura internacional no período (que privilegiou as matérias-primas e os bens de capital); maior exposição à concorrência das economias emergentes (em setores de baixa intensidade tecnológica); maiores impactos da apreciação cambial na competitividade (dado o peso de produtos de baixo valor acrescentado nas exportações); maior tendência de aumento das importações em contextos de crescimento económico (devido à dependência tecnológica e energética);

e, consequentemente, maior atratividade relativa dos setores não-transacionáveis para o investimento (dadas as dificuldades competitivas do setor transacionável).

Desta forma, as diferenças de partida no perfil de especialização complementam as explicações para a acumulação dos desequilíbrios externos da zona euro apresentadas nas secções anteriores, permitindo acomodar a diversidade de trajetórias observadas entre as economias periféricas (em particular, os casos de Itália e Portugal).

CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES

Este texto parte da constatação de que a crise da zona euro está associada à acumulação de desequilíbrios externos entre países membros. Entre meados dos anos noventa e as vésperas da crise internacional de 2008/2009 a dívida externa dos países periféricos não parou de aumentar, enquanto as economias no Norte se tornavam mais excedentárias face ao exterior. A ser assim, a explicação para as origens da crise do euro passa pela identificação dos mecanismos que contribuíram para a acumulação daqueles desequilíbrios.

Foram apresentadas cinco explicações possíveis para a evolução assimétrica das contas externas dos países da zona euro no período. A primeira olha para os défices externos das periferias como uma consequência natural e expectável da convergência de níveis de rendimento daqueles países com a média da zona euro. A segunda atribui à adoção de políticas orçamentais demasiado expansionistas a responsabilidade pelos desequilíbrios externos nas economias periféricas. A terceira explicação baseia-se nas diferenças nas práticas de fixação de salários, que teria conduzido a um crescimento excessivo dos custos unitários de trabalho nas economias periféricas, pondo assim em causa a sua competitividade. A quarta enfatiza o papel dos fluxos de capitais e da liberalização financeira na expansão do crédito, identificando o crescimento excessivo das importações, a alteração dos fluxos migratórios e o endividamento em si mesmo como origens dos desequilíbrios externos (e não as dificuldades competitivas do setor exportador). Por fim, a quinta explicação assenta nas diferenças de perfis de especialização, que se refletiram não apenas no desempenho assimétrico das exportações dos países da zona euro, mas também na menor atratividade desses setores para o investimento nas economias com estruturas produtivas mais frágeis.

Estas explicações alternativas não são, na verdade, mutuamente exclusivas. Embora os dados disponíveis não sustentem de igual forma os cinco tipos de explicação apresentados, é possível que todos eles contribuam para compreender a acumulação de desequilíbrios externos nos diferentes países da zona

euro. No entanto, os diferentes mecanismos referidos acarretam implicações distintas quanto às medidas a adotar para prevenir aqueles desequilíbrios no futuro.

De acordo com a primeira explicação, os desequilíbrios externos são em larga medida inevitáveis em períodos de forte crescimento económico; a menos que se opte por travar a convergência (ou que se instituem mecanismos de transferências permanentes entre países), será sempre difícil evitar a acumulação de desequilíbrios externos. A segunda explicação sugere que os défices externos podem ser combatidos através de políticas orçamentais mais contracíclicas (principalmente em contextos de forte crescimento económico). De acordo com a terceira explicação os desequilíbrios externos da zona euro podem ser evitados através de um crescimento mais lento dos CUT nas economias deficitárias e/ou um crescimento maior dos CUT nas economias excedentárias, o que pressupõe alterações nas regras laborais (podendo ou não envolver uma maior coordenação das políticas de rendimentos dos vários países). A quarta explicação implica a necessidade de prevenir grandes fluxos de crédito entre países, principalmente em direcção a economias menos robustas; não havendo intenção de criar barreiras aos fluxos de capitais no seio do mercado comum, a resposta deverá passar pela implementação, à escala europeia, de mecanismos reforçados de supervisão bancária e de responsabilização dos investidores privados por excessiva exposição ao risco, bem como pela adoção de medidas ao nível nacional para combater a formação de bolhas especulativas em mercados específicos (e.g., imobiliário). Por fim, a quinta explicação sugere que os desequilíbrios externos persistirão enquanto se mantiverem diferenças tão acentuadas nos perfis de especialização entre os países da zona euro; esta visão remete para a necessidade de adotar medidas que acelerem a transformação estrutural das economias periféricas, no sentido do reforço das atividades mais intensivas em conhecimento e tecnologia.

Em qualquer caso, a crise da zona euro tornou evidente a existência de deficiências importantes na arquitetura institucional da união monetária europeia. Para uns, essas deficiências prendem-se com a debilidade dos mecanismos políticos para fazer cumprir as regras orçamentais (Sinn, 2014), que terão levado alguns Estados a adotar políticas orçamentais insustentáveis. Para outros, com a pouca credibilidade do princípio segundo o qual nenhum Estado-Membro em dificuldades seria resgatado pelos restantes (Bernoth e Erdogan, 2012), incentivando os investidores privados a aceitar níveis excessivos de exposição ao risco de incumprimento. Outros ainda apontam a necessidade de fazer acompanhar a união monetária de maior coordenação das políticas orçamentais nacionais, de capacidades orçamentais próprias ao nível da UE, de coordenação das políticas de rendimentos e/ou da existência de um

prestamista de último recurso (Armington e Baccaro, 2012; De Grauwe, 2013; Stockhammer, 2016).

É possível interpretar muitas das medidas de reforma da zona euro que têm vindo a ser implementadas ou debatidas no seio das instituições europeias (Tratado Orçamental, Semestre Europeu, União Bancária, criação de um orçamento da zona euro, etc. – ver, por exemplo, EC, 2017) à luz dos argumentos aqui avançados. Alguns destes argumentos implicam a necessidade de reformas mais profundas e/ou abrangentes do que as que constam dos documentos oficiais, incluindo, por exemplo, a regulação das finanças públicas e privadas (Bénassy-Quéré et. al, 2018), a existência de mecanismos permanentes de transferências financeiras entre países (Hein e Detzer, 2015), a implementação de políticas industriais ambiciosas (Botta, 2014) ou a coordenação estreita da evolução salarial à escala europeia (Flassbeck e Lapavistas, 2015a).

Diferentes explicações para as origens da crise e diferentes convicções sobre a viabilidade das soluções propostas conduzem a expectativas contrastantes sobre o futuro da zona euro. Segundo as visões mais optimistas, as reformas já implementadas, ou passíveis de o ser num futuro próximo, reduzem substancialmente os riscos de instabilidade futura (EC, 2017; Bénassy-Quéré et. al, 2018). Para os mais céticos, não só essas reformas são insuficientes (ou até contraproducentes), como não existem condições políticas para viabilizar as soluções que seriam necessárias de modo a evitar novas crises; como tal, concluem que o futuro da zona euro passará necessariamente pela sua dissolução ou recomposição (Flassbeck e Lapavistas, 2015b). Também é possível que, devido às deficiências da sua arquitetura institucional e à dificuldade política em encontrar soluções sustentáveis, a zona euro continue a ser caracterizada por períodos recorrentes de instabilidade, sem nunca atingir o ponto de rutura. Só a passagem do tempo mostrará quem tem razão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARMINGTON, K., BACCARO, L. (2012), “Political economy of the sovereign debt crisis: the limits of internal devaluation”. *Industrial Law Journal*, 41(3), pp. 254-275.
- BALDWIN, R. E., GIAVAZZI, F. (eds.) (2015), *The Eurozone Crisis: a Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, Londres, CEPR Press.
- BECK, G. W., HUBRICH, K., MARCELLINO, M. (2009), “Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the United States”. *Economic Policy*, 24(57), pp. 141-184.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. et al. (2018), “Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform”. *CEPR Policy Insight No. 91*. Londres, UK, CEPR.

- BERNETH, K., ERDOGAN, B. (2012), "Sovereign bond yield spreads: a time-varying coefficient approach". *Journal of International Money and Finance*, 31(3), pp. 639-656.
- BOFINGER, P. (2015), "German wage moderation and the EZ crisis". *VoxEU.org*, 30-11-2015. Disponível em <http://www.voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis>.
- BOTTA, A. (2014), "Structural asymmetries at the roots of the Eurozone crisis: what's new for industrial policy in the EU?". *PSL Quarterly Review*, 67(269), pp. 169-216.
- CONSTÂNCIO, V. (2014), "The European crisis and the role of the financial system". *Journal of Macroeconomics*, 39, pp. 250-259.
- EC (2009), "Competitiveness developments within the Euro area". *Quarterly Report on the Euro Area*, 8(1), Bruxelas, Comissão Europeia.
- EC (2011), *Quarterly Report on the Euro Area*, 10(3), Bruxelas, Comissão Europeia.
- EC (2017), *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, Bruxelas, Comissão Europeia.
- JOUTZ, F.L., DANNINGER, M.S. (2007), "What explains Germany's rebounding export market share?". *IMF Working Paper N.º 7-24*, Washington, International Monetary Fund.
- DE GREGORIO, J., GIOVANNINI, A., WOLF, H.C. (1994), "International evidence on tradables and nontradables inflation". *European Economic Review*, 38(6), pp.1225-1244.
- DE HAAN, J. (2010). "Inflation differentials in the euro area: a survey". In *The European Central Bank at Ten*, Berlin, Heidelberg, Springer, pp. 11-32.
- DORNBUSCH, R. (1988), "Purchasing power pParity". *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Londres, Palgrave Macmillan.
- ECB (2007), "Government wage developments in the euro area". *ECB Monthly Bulletin* (June), pp. 79-81.
- FELIPE, J., KUMAR, U. (2011), "Unit labor costs in the eurozone: the competitiveness debate again". *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper N.º 651*.
- FLASSBECK, H., LAPAVITSAS, C. (2015), *Against the Troika: Crisis and Austerity in the Eurozone*, Londres, Verso Books.
- FLASSBECK, H., LAPAVITSAS, C. (2015), "Confronting the failure of the European Monetary Union". In J. Jäger e E. Springler (eds.), *Asymmetric Crisis in Europe and Possible Futures: Critical Political Economy and Post-Keynesian Perspectives*. Londres, Routledge, pp. 131-148.
- FROOT, K.A., ROGOFF, K. (1991), "The EMS, the EMU, and the transition to a common currency". In S. Fisher e O. Blanchard (eds.), *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*. Cambridge, MA, MIT Press, pp. 269-317.
- GABRISCH, H., STAEHR, K. (2014), "The Euro Plus Pact: cost competitiveness and external capital flows in the EU countries". *Working Paper Series N.º 1650*. Franqueforte, Banco Central Europeu.
- GAULIER, G., VICARD, V. (2012), "Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock?". *Banque de France Quarterly Selection of Articles N.º 27*, Paris, Banque de France.
- GROS, D. (2011), "External versus domestic debt in the euro crisis". *VoxEU.org*, 24-05-2011. Disponível em <https://voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis>.
- HEIN, E., DETZER, D. (2015), "Post-Keynesian alternative policies to curb macroeconomic imbalances in the Euro area". *Panoeconomicus*, 62(2), pp. 217-236.
- IMF (2008), "France, Greece, Italy, Portugal, and Spain – competitiveness in the Southern Euro area". *IMF Country Report N.º 08/145*, Washington, International Monetary Fund.

- LAGOA, S. et al. (2014), "Financialisation and the financial and economic crises: the case of Portugal". *FESSUD Studies in Financial Systems* N.º 24.
- LANE, P. R. (2012), "The European sovereign debt crisis". *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), pp. 49-68.
- MAMEDE, R. (2014), "Financial (in)stability and industrial growth: the cases of Italy and Portugal". *Working Paper do Dinâmia-CET* 11/2014.
- MAMEDE, R. et al. (2016), "The long boom and the early bust: the Portuguese economy in the era of financialisation". In E. Hein, D. Detzer and N. Dodig (eds.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises. Country Studies*, Cheltenham, UK, Edward Elgar.
- RODRIGUES, J., SANTOS, A. C., TELES, N. (2016), "Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal". *Review of International Political Economy*, 23(3), pp. 480-510.
- SAMUELSON, P. A. (1994), "Facets of Balassa-Samuelson thirty years later". *Review of International Economics*, 2(3), pp. 201-226.
- SANTOS, A. C., SERRA, N., TELES, N. (2015), "Finance and housing provision in Portugal". *FESSUD Working Paper Series*, 79, pp. 1-58.
- SHAMBAUGH, J. C. (2012), "The Euro's three crises". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012(1), pp. 157-231.
- SIMONAZZI, A., GINZBURG, A., NOCELLA, G. (2013), "Economic relations between Germany and southern Europe". *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), pp. 653-675.
- SINN, H. W. (2014), *The Euro Trap: on Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford, OUP.
- STOCKHAMMER, E. (2016), "Neoliberal growth models, monetary union and the Euro crisis. A post-Keynesian perspective". *New Political Economy*, 21(4), pp. 365-379.
- STOCKHAMMER, E., SOTIROPOULOS, D. P. (2014), "Rebalancing the Euro area: the costs of internal devaluation". *Review of Political Economy*, 26(2), pp. 210-233.
- STORM, S., NAASTEPAD, C. W. M. (2015), "Europe's hunger games: income distribution, cost competitiveness and crisis". *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), pp. 867-870.
- STREECK, W., TRAMPUSCH, C. (2005), "Economic reform and the political economy of the German welfare state". *German Politics*, 14(2), pp. 174-195.
- TEIXEIRA, A. A., SILVA, E., MAMEDE, R. (eds.) (2014), *Structural Change, Competitiveness and Industrial Policy: Painful Lessons from the European Periphery*, Routledge.
- WYPLOSZ, C. (2013), "Europe's quest for fiscal discipline". *European Economy Economic Papers*, N.º 498.
- ZEMANEK, H. (2010), "Competitiveness within the euro area: the problem that still needs to be solved". *Economic Affairs*, 30(3), pp. 42-47.

Recebido a 15-06-2019. Aceite para publicação a 11-02-2020.

MAMEDE, R. P. (2020), "Explicações alternativas para a crise do Euro e suas implicações". *Análise Social*, 236, LV (3.º), pp. 626-652.

Ricardo Paes Mamede » ricardo.mamede@iscte-iul.pt » Dinâmia'CET, ISCTE-IUL » Av. Forças Armadas — 1649-026 Lisboa, Portugal » <https://orcid.org/0000-0001-9738-7480>.
