

Repositório ISCTE-IUL

Deposited in *Repositório ISCTE-IUL*:

2018-06-20

Deposited version:

Post-print

Peer-review status of attached file:

Peer-reviewed

Citation for published item:

Mamede, R. P. (2016). A crise existencial do Euro. In Eduardo Paz Ferreira (Ed.), *União Europeia: reforma ou declínio*. (pp. 69-94). Lisboa: Nova Vega.

Further information on publisher's website:

--

Publisher's copyright statement:

This is the peer reviewed version of the following article: Mamede, R. P. (2016). A crise existencial do Euro. In Eduardo Paz Ferreira (Ed.), *União Europeia: reforma ou declínio*. (pp. 69-94). Lisboa: Nova Vega.. This article may be used for non-commercial purposes in accordance with the Publisher's Terms and Conditions for self-archiving.

Use policy

Creative Commons CC BY 4.0

The full-text may be used and/or reproduced, and given to third parties in any format or medium, without prior permission or charge, for personal research or study, educational, or not-for-profit purposes provided that:

- a full bibliographic reference is made to the original source
- a link is made to the metadata record in the Repository
- the full-text is not changed in any way

The full-text must not be sold in any format or medium without the formal permission of the copyright holders.

A crise existencial do euro¹

Ricardo Paes Mamede

A União Europeia (UE) e em particular a zona euro encontram-se há vários anos enredadas num conjunto de crises de natureza diversa. Uma crise bancária caracterizada pela descapitalização dos bancos e pela desconfiança sobre a sua solvabilidade. Uma crise de dívidas públicas, traduzida na dificuldade de alguns Estados em assegurar as suas necessidades financiamento em condições razoáveis. Uma crise económica e social, marcada pelo desemprego elevado e pelo fraco crescimento económico em vários países. Uma crise institucional, resultante da incapacidade em encontrar soluções atempadas, coerentes e eficazes para as crises referidas. Enfim, uma crise de legitimidade decorrente não apenas da resposta insatisfatória aos problemas actuais e do passado recente, mas também da percepção de que muitos dos factores que estiveram na origem das crises recentes permanecem, fazendo antecipar a sua repetição no futuro. Estas várias crises – bancária, de dívida pública, de emprego e crescimento económico, institucional, de legitimidade – confluem numa crise existencial do euro, reflectida no crescente questionamento da sustentabilidade e desejabilidade da União Económica e Monetária europeia (UEM).

Se a crise existencial do euro é hoje uma evidência, não é de todo claro quando e como será o seu desfecho. As diferentes perspectivas sobre o tema baseiam-se em diferentes entendimentos e percepções sobre as causas próximas e longínquas dos problemas actuais, sobre a eficácia das soluções já adoptadas para lidar com tais causas, sobre a relevância dos factores que estão por resolver, sobre a probabilidade de se encontrarem respostas sustentáveis para estes últimos, bem como sobre as respostas políticas e sociais à evolução da situação. No presente capítulo procuro mostrar que a arquitectura da UEM se encontra nas origens da crise do euro e que as respostas encontradas até ao momento mantêm inalterados alguns dos problemas que dali decorrem. A dificuldade em perspectivar uma saída sustentável para os dilemas actuais no quadro da UEM faz da crise existencial do euro uma questão que persistirá previsivelmente no debate público por muito tempo.

1. As origens da crise do euro

É possível identificar o início da crise da zona euro com o aumento acentuado dos *spreads* da dívida pública dos países periféricos face aos títulos do tesouro alemão, ocorrido a partir de finais de 2009². A subida das taxas de juro sobre as dívidas públicas, reflectindo a crescente indisponibilidade dos investidores privados internacionais em adquirir títulos de dívida soberana das periferias da zona

¹ Este texto integra o livro "União Europeia. Reforma ou Declínio", coordenado por Eduardo Paz Ferreira e publicado em Novembro de 2016. Para efeitos de citação, por favor usar a referência: Mamede, R.P. (2016), "A Crise Existencial do Euro". In E.P. Ferreira (coord.), *União Europeia. Reforma ou Declínio*. Lisboa: Vega.

² O diferencial de taxas de juro da dívida pública a dez anos dos países periféricos face a à Alemanha era inferior a 0,5 pontos percentuais até à crise internacional, tendo começado a aumentar de forma acelerada entre o final de 2009 (no caso da Grécia) e Abril de 2010 (nos restantes países). Nos seus pontos máximos (ocorridos entre Julho de 2011 e Julho de 2012, consoante os países) os *spreads* 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.

euro, conduziu ao pedido de auxílio financeiro internacional e à consequente implementação de programas de ajustamento económico e financeiro nos países em causa.

A vulnerabilidade dos países da periferia da zona euro à “paragem súbita” dos fluxos de capital privado às suas economias começou por ser explicada com base nas práticas orçamentais dos governos nacionais (e.g., Pagano, 2010). Segundo a explicação mais difundida, os investidores tenderiam a desconfiar da capacidade de países com rácios de dívida pública mais elevada para cumprir com as suas obrigações no futuro, deixando de investir nos respectivos títulos de dívida ou exigindo prémios de risco mais elevado. Uma objecção óbvia a esta explicação resulta da simples leitura das estatísticas da dívida pública dos países que foram mais afectados pela chamada “crise das dívidas soberanas”: até à crise financeira internacional de 2007/2008 tanto a Espanha como a Irlanda registaram dos mais baixos rácios da dívida pública da zona euro, estando Portugal alinhado com a média dos países da moeda única; e embora a dívida tenha crescido rapidamente nestes países entre 2007 e 2009, o aumento foi equivalente ao verificado no conjunto da zona euro. De uma forma geral, qualquer que seja o período considerado, a correlação entre os rácios da dívida pública e a evolução das taxas de juro dos países membros da UEM após 2010 é modesta ou mesmo estatisticamente não-significativa (dependendo do período e variáveis considerados).

Pelo contrário, a vulnerabilidade dos países da zona euro à ‘crise das dívidas soberanas’ de 2010-2012 surge fortemente associada às respectivas dívidas externas e à sua tendência de evolução. Por exemplo, Shambaugh (2012) estima que 76% da variabilidade nos *spreads* das dívidas públicas dos países da zona euro face à taxa de juro da dívida alemã é explicada pelos respectivos saldos da Balança Corrente em 2007; o poder de explicação da regressão estatística altera-se apenas marginalmente quando se adiciona como variável o rácio da dívida pública.³ Ou seja, muito mais do que um problema orçamental, a crise do euro é um reflexo dos enormes desequilíbrios que se acumularam no seio da zona euro ao longo dos anos.

Os desequilíbrios externos na origem da crise do euro

O nexos causal entre as elevadas dívidas externas e o aumento das taxas de juro sobre as dívidas soberanas não é muito óbvio. Note-se que os credores do Estado não são necessariamente estrangeiros. Além disso, o endividamento de um país perante o exterior inclui não apenas a dívida do Estado, mas também a de bancos, empresas e particulares que obtêm financiamento a partir do exterior. No entanto, há vários argumentos que nos ajudam a perceber a importância que os investidores internacionais atribuem ao endividamento externo dos países – mais do que ao nível de dívida pública – nas suas decisões sobre a aquisição de títulos de dívida soberana (Gros, 2011):

- Primeiro, se a maioria da dívida pública estiver nas mãos de credores nacionais, e se estes estiverem pouco endividados perante o exterior, em princípio existirá margem para o Estado reduzir a sua dívida através de um aumento de impostos (não necessitando, assim, de recorrer a credores externos).

³ Num exercício semelhante cheguei a conclusões idênticas tomando como variável explicativa a evolução das dívidas externa entre 1996 e 2008. Neste período, a Posição do Investimento Internacional (uma das medidas mais comuns de endividamento externo) deteriorou-se em 93% do PIB na Grécia, 91% em Portugal e 57% em Espanha, tendo registado variações positivas em países como a Alemanha, a Bélgica, a Finlândia e a Holanda. Fonte: AMECO.

- Segundo, se a dívida pública e privada for essencialmente interna, os juros pagos tendem a manter-se no país, não reduzindo as capacidades financeiras do país como um todo.
- Finalmente, quando a maioria dos credores são nacionais é de esperar uma maior oposição interna a qualquer eventual proposta de reestruturação da dívida que implique perdas para os seus titulares.

Todos estes factores implicam que, na perspectiva dos investidores internacionais, seja menos arriscado adquirir títulos de dívida pública de países com dívidas externas reduzidas. Inversamente, elevados níveis de endividamento externo sinalizam aos agentes financeiros que o país: está mais dependente do exterior para se financiar; enfrenta maiores dificuldades em gerar recursos passíveis de ser mobilizados para o pagamento da dívida pública; e apresenta uma propensão política mais elevada para o incumprimento no pagamento da dívida. Note-se que mesmo nos casos em que a dívida pública é relativamente reduzida, níveis elevados de endividamento externo implicam maiores riscos financeiros para o Estado (como no caso da Espanha antes da crise, por exemplo), já que as contas públicas tenderão a ser penalizadas em caso de falência dos agentes privados – seja por via da perda de receita fiscal ou da necessidade de assunção das dívidas do sector privado (por exemplo, do sector bancário).

À luz dos argumentos apresentados não surpreende que a “crise das dívidas soberanas” surja fortemente associada aos desequilíbrios externos entre os países da zona euro. A questão fundamental torna-se então: *o que levou ao aumento das dívidas externas dos países da periferia da zona euro nos anos que precederam a grande crise internacional?* Não é possível responder convincentemente a esta questão sem ter em conta a arquitectura da zona euro e as suas consequências ao longo do tempo.

A liberalização financeira como origem dos desequilíbrios externos da zona euro

Várias análises, incluindo as produzidas pelas instituições europeias, começaram por atribuir a responsabilidade pelos elevados défices externos nos países periféricos ao crescimento excessivo dos custos unitários do trabalho (CUTs)⁴ aí registados (e.g., Marzinotto, 2011), a par de políticas orçamentais desadequadas. Segundo esta lógica, aparentemente bastante intuitiva, quando os salários crescem demasiado numa economia isto traduz-se na redução da competitividade das suas exportações, deteriorando assim as contas externas.

É indiscutível que os CUTs cresceram mais rapidamente nos países periféricos do que nas economias centrais da zona euro nos anos que precederam a grande crise financeira internacional: o aumento dos CUTs entre 1995 e 2007 foi de 66% na Grécia, 41% em Portugal e em Espanha, e 36% na Irlanda,

⁴ Os custos unitários de trabalho correspondem ao rácio da massa salarial (medida em termos nominais) pelo valor acrescentado (medido em valor); ou, identicamente, ao salário médio a dividir pela produtividade aparente do trabalho (i.e., valor acrescentado/número de trabalhadores). Este indicador é frequentemente utilizado por ter em conta não apenas a evolução dos salários mas também a evolução da produtividade: em princípio, um aumento do salário médio não será prejudicial em termos competitivos desde que seja acompanhado de uma melhoria proporcional do valor acrescentado por trabalhador. Embora pareça intuitiva, a utilização deste indicador na análise da competitividade em termos agregados apresenta inúmeros problemas, cuja discussão está fora do âmbito deste texto (ver, por exemplo, Felipe e Kumar, 2011; e Turner e Van't Dack, 1993).

contrastando com uma média de 18% na zona euro⁵. Porém, a relação desta evolução com a acumulação de desequilíbrios externos durante o período é menos evidente do que parece.

É hoje largamente partilhada a ideia de que os desequilíbrios externos entre países da zona euro são indissociáveis do crescimento acentuado dos movimentos internacionais de capitais na década anterior à crise. Segundo esta “visão consensual” (título de uma influente publicação sobre o tema – Baldwin e Giavazzi, 2015) a crise da zona euro resulta, fundamentalmente, dos fluxos excessivos de crédito dos países centrais para os países periféricos.

O aumento dos fluxos de capitais no seio da zona euro é resultado do processo de liberalização financeira desenvolvido desde finais da década de oitenta, acarretando a desregulamentação do sector financeiro e a liberalização dos movimentos internacionais de capitais. No caso português, este processo deu-se num contexto particularmente marcado pela privatização generalizada de um sistema financeiro até há poucos anos maioritariamente público (Antão et al., 2009). A redução dos requisitos de capital e o mais fácil acesso a financiamento internacional permitiram aos bancos dos países periféricos aumentar de forma quase ilimitada a oferta de crédito. A descida acentuada das taxas de juro e a concorrência acrescida no sector traduziram-se em condições de acesso ao crédito mais favoráveis para empresas, particulares e Estado.

Os baixos custos do crédito e a sua vasta disponibilidade foram determinantes para o forte crescimento das economias periféricas da zona euro ao longo da segunda metade da década de noventa. Por exemplo, entre 1995 e 2000 o crédito bancário em Portugal passou de cerca de 50% para mais de 100% do PIB, contribuindo de forma decisiva para as elevadas taxas de investimento no país (Mamede, 2015). O mesmo se passou nas restantes periferias da zona euro: Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal não só registaram dos maiores crescimentos do PIB no período, como foram os países da zona euro onde o contributo do investimento – maioritariamente privado – para o crescimento do PIB foi mais elevado (Mamede, 2014).⁶

O aumento do investimento na segunda metade da década de noventa registou-se na generalidade dos sectores de actividade económica, reflectindo as expectativas optimistas sobre a evolução da economia da zona euro como um todo – que beneficiava então de um contexto favorável marcado pela valorização do dólar, a baixa do preço do petróleo e a descida das taxas de juro – e em particular das suas periferias. De facto, o atraso relativo das economias periféricas face às economias centrais da zona euro constituía, em si mesmo, um factor de atractividade para os investidores, devido à carência de infra-estruturas e às expectativas de retornos mais elevados dos investimentos (e.g., Blanchard e Giavazzi, 2002).

O processo que se verificou então nas periferias da zona euro não difere da experiência de várias economias emergentes que, em dado momento, liberalizaram os seus sectores financeiros e o movimento internacional de capitais (e.g., Krugman, 2009). Numa primeira fase, a maior disponibilidade de crédito a custos mais reduzidos estimula o rápido crescimento do mercado interno. Por sua vez, as expectativas positivas geradas pelo crescimento económico pujante atraem os capitais internacionais para as economias locais (sob a forma de empréstimos ou de participação

⁵ Fonte: AMECO.

⁶ Hale e Obsfeld (2016) chamam a atenção para o papel crucial dos grandes bancos dos países do centro da EU neste processo, os quais funcionaram como intermediários entre a zona euro e o exterior, contraindo empréstimos junto dos sistemas financeiros dos EU e do Reino Unido, canalizando-o para as economias da periferia da UE que se encontravam em expansão.

no capital de empresas e fundos financeiros) e incentivam ainda mais o investimento. Durante algum tempo gera-se um círculo aparentemente virtuoso entre crescimento económico, expansão do crédito e entrada de capital estrangeiro no país.

De acordo com uma visão crédula sobre o funcionamento dos mecanismos de mercado, a expansão do crédito e a atracção de capitais estrangeiros não deveriam constituir um problema. A disponibilização de meios financeiros pelos credores apenas ocorreria enquanto os investimentos assegurassem os retornos do investimento, o que impediria que o endividamento atingisse níveis insustentáveis. Acontece, porém, que o aumento do crédito e do investimento contribuem para a ocorrência de períodos relativamente longos de crescimento real das economias, criando expectativas demasiado optimistas sobre o futuro. Por outras palavras, os fluxos financeiros criam os seus próprios fundamentos, favorecendo a formação de bolhas especulativas que acabarão por rebentar (Gros, 2011).

A construção é um dos sectores de actividade mais expostos às dinâmicas acima descritas, por dois motivos. Primeiro, porque a procura que lhe é dirigida depende fortemente do crescimento do mercado interno e dos rendimentos reais dos vários sectores institucionais (famílias, empresas e Estado). Segundo, porque é um negócio que depende crucialmente do crédito bancário, seja do lado da procura (e.g., empréstimos às famílias para compra de habitação), seja do lado da oferta (empréstimos às empresas de construção e imobiliário para o desenvolvimento de projectos).

A preponderância do sector da construção no crescimento do crédito bancário em Portugal no período em causa é bem patente nas estatísticas: entre 1995 e 2000, 3/4 do aumento do crédito às famílias em Portugal teve como finalidade a compra de habitação, enquanto 2/5 do aumento crédito às empresas foi destinado ao sector da construção.⁷ Neste sentido, a história da expansão das actividades bancárias em Portugal nas últimas duas décadas é indissociável da crescente imbricação entre grupos financeiros e empresas de construção civil, constituindo uma característica essencial da evolução do capitalismo português até à crise (Rodrigues et al, 2016), com traços semelhantes ao que ocorreu noutros países da periferia da zona euro.

O crescimento da construção – e de outras actividades essencialmente dirigidas ao mercado interno, como a distribuição ou os serviços pessoais – favorece a criação de emprego em larga escala. A crescente escassez da mão-de-obra contribui para o aumento dos salários reais. Por sua vez, o aumento do emprego e dos salários reais fomentam o crescimento do consumo privado e também dos saldos fluxos migratórios (com a redução da emigração e aumento da imigração). O rápido crescimento do mercado interno origina, desta forma, expectativas optimistas sobre o desempenho da economia no futuro próximo, incentivando o investimento.

No entanto, a trajectória de crescimento atrás descrita – baseada no crédito, no investimento em construção e noutras actividades que tiram partido da expansão do mercado interno – revela-se habitualmente insustentável. Seja porque as necessidades de habitação e infra-estruturas físicas se esgotam, seja porque os agentes económicos atingem níveis demasiado elevados de endividamento, chega a um momento em que o ritmo de crescimento económico desacelera, deixando de corresponder às expectativas existentes até há pouco. A partir desse momento, o processo de crescimento económico baseado no crédito torna-se ele próprio um factor de desaceleração da

⁷ Fonte: Banco de Portugal.

actividade económica: encontrando-se fortemente endividados e vendo os seus rendimentos a crescer mais lentamente, os agentes económicos são obrigados a alocar uma parcela crescente dos seus rendimentos ao pagamento de dívidas passadas. Isto significa que o consumo e o investimento diminuem, contraindo a procura interna global e acentuando o ritmo de desaceleração económica. O maior risco de incumprimento nos créditos bancários faz aumentar os custos de financiamento, enquanto a atractividade da economia nacional para os investidores estrangeiros reduz-se, diminuindo também por esta via o investimento no país.

Em suma, o que anteriormente tinha sido um círculo virtuoso de crescimento assente no crédito e na atracção de capitais estrangeiros torna-se então um círculo vicioso de estagnação económica, decorrente do endividamento excessivo dos agentes económicos e da forte desaceleração do consumo e do investimento, penalizando o emprego e a actividade económica de forma prolongada. Este ciclo alternado de forte expansão económica seguido de estagnação súbita verificou-se em várias economias da zona euro, ainda que com dimensões e em tempos distintos.⁸

Note-se que o padrão de crescimento económico descrito acima tende a reflectir-se negativamente nas contas externas dos países em causa por diversas vias.

- Em primeiro lugar, sendo as periferias da zona euro fortemente dependentes do ponto de vista tecnológico, os surtos de investimento são sempre acompanhados de um acentuado aumento das importações de máquinas, equipamentos e material de transporte.
- Segundo, o crescimento do emprego e dos salários reais, que caracteriza a primeira fase do ciclo acima descrito, traduz-se num aumento do consumo privado, também com uma componente relevante de importações (sendo a aquisição de automóveis e de equipamentos electrónicos os casos mais evidentes).
- Terceiro, o crescimento do emprego e dos salários reais traduz-se também numa redução da emigração e num aumento da imigração (principalmente dirigida a actividades mais desqualificadas, como a construção, o comércio e a restauração), reflectindo-se na redução das remessas líquidas de emigrantes (uma das fontes historicamente mais relevantes de transferências correntes para os países periféricos da UE).
- Quarto, o rápido crescimento económico dos chamados “Países da Coesão” ao longo da década de noventa influenciou a decisão de limitar os Fundos Estruturais da UE que lhes são alocados, reduzindo assim o peso das transferências correntes e de capital nas respectivas economias.
- Finalmente, o crescente recurso a capital estrangeiro para financiar as economias periféricas traduziu-se numa degradação do saldo da Balança de Rendimentos, reflectindo o peso crescente dos juros e dividendos pagos ao exterior ao longo dos anos.

⁸ Portugal é, a este nível, um caso peculiar: depois de um período particularmente acentuado de crescimento económico determinado por elevadas taxas de investimento na segunda metade da década de noventa, a economia portuguesa entraria num longo período de estagnação a partir do 2000, em resultado da combinação de elevados níveis de endividamento privado e de uma sequência de choque exógenos que se sucederam após a viragem do século (Mamede et al., 2016). Não obstante, o capital estrangeiro continuou a afluir à economia portuguesa, não tanto para financiar o investimento de empresas famílias e Estado – como acontecera no passado recente em Portugal e continuaria a acontecer em países como Espanha, Grécia e Irlanda até à grande crise financeira internacional – mas fundamentalmente para reciclar as dívidas contraídas no passado.

O último factor referido não é, seguramente, o menos importante. Como mostramos em Lagoa et al. (2014), o agravamento do défice da Balança de Rendimentos surge destacado como factor determinante do aumento dos défices externos de Portugal, Irlanda e Grécia na década que precedeu a grande crise internacional.

Em suma, regressando ao início da presente secção, é incorrecto afirmar que o aumento dos custos unitários do trabalho é responsável pela degradação das contas externas dos países periféricos da zona euro, devido ao seu impacto na competitividade das exportações. Na verdade, o peso das exportações no PIB dos países periféricos verificou um ligeiro aumento na década anterior à crise internacional, pelo que o seu impacto directo nas contas externas das economias em causa foi, na verdade, *positivo*. O aumento dos défices externos resultou, essencialmente, do aumento das importações (para investimento e consumo), da redução líquida de remessas de emigrantes e do pagamento de juros e dividendos ao exterior – todos eles factores que, como vimos acima, resultam do padrão de crescimento baseado em crédito, largamente financiado a partir do exterior. Ou seja, se as elevadas dívidas externas dos países periféricos estão na origem da crise que se instalou nesses países, o processo de liberalização financeira no seio da zona euro constitui um factor decisivo para essa crise.

A (ir)relevância do aumento dos Custos Unitários do Trabalho nas periferias

A conclusão da secção anterior – segundo a qual a liberalização financeira está na origem da crise do euro – não elimina a discussão em torno da evolução diferenciada dos custos unitários de trabalho nas várias economias da zona euro.

O aumento acentuado nos CUTs pode contribuir negativamente para as contas externas de um país por duas vias. Por um lado, caso reflecta um crescimento pronunciado dos salários reais (o que não é necessariamente o caso⁹), o aumento dos CUTs poderá traduzir-se num crescimento das importações, agravando por essa via o défice externo. Por outro lado, o aumento dos CUTs de um país face aos principais parceiros comerciais tenderá a penalizar o crescimento das exportações e o seu contributo para o reequilíbrio das contas externas. Efectivamente, embora o peso das exportações no PIB dos países periféricos não tenha diminuído na década anterior à crise internacional, o seu crescimento foi inferior ao da média da zona euro¹⁰. Por conseguinte, parece razoável assumir que os problemas de endividamento externo daqueles países teriam sido menos acentuados caso os CUTs tivessem crescido de forma mais moderada.

Esta lógica, frequentemente difundida, encontra-se reflectida nas posições oficiais das instituições europeias. Por exemplo, o “Pacto Para o Euro Mais”¹¹, adoptado no auge da “crise das dívidas soberanas”, afirma o compromisso dos Estados-Membros em adoptar medidas de política que permitam uma evolução dos salários de acordo com as “necessidades de ajustamento em termos de competitividade”. A preocupação com a evolução salarial encontra-se também inscrita nos

⁹ Note-se que os CUTs correspondem ao rácio entre o salário médio medido a preços correntes e valor acrescentado por trabalhador medido a preços constantes. Por conseguinte, caso os salários aumentem em linha com a inflação, para um mesmo nível de produtividade, os CUTs aumentarão sem que os salários reais se alterem.

¹⁰ Por exemplo, entre 1995 e 2007 o peso das exportações no PIB aumentou cerca de: 12 pontos percentuais (p.p.) na média da zona euro, 4 p.p. em Espanha, 6 p.p. na Grécia, 7 p.p. na Irlanda e 4 p.p. em Portugal.

¹¹ Conclusões do Conselho Europeu de 24/25 de Março de 2011.

Memorandos de Entendimento que acompanharam a intervenção da troika – composta pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu (BCE) – nos países periféricos. Neste contexto, o crescimento excessivo dos salários é habitualmente atribuído à insuficiente flexibilidade na fixação dos salários e à actualização demasiado generosa dos salários mínimos, justificando assim as medidas inscritas nos Memorandos no domínio do mercado de trabalho.

Há, porém, três argumentos que levam a questionar a relação habitualmente estabelecida entre as políticas de mercado de trabalho seguidas nos países periféricos, o aumento dos CUTs e a acumulação de dívidas externas no período anterior à crise.

Em primeiro lugar, como se viu atrás, não foram as regras laborais que determinaram o aumento mais acentuado dos CUTs nas periferias da zona euro. O crescimento dos salários resultou, antes de mais, do forte crescimento da actividade e do emprego (em Portugal até 2001/2001; em Espanha, Grécia e Irlanda até 2007/2008), induzido pelo aumento da procura interna financiada a crédito. Este padrão de crescimento económico conduziu a uma deterioração das contas externas antes de se reflectir na evolução dos salários e na sua relação com a produtividade.¹²

Em segundo lugar, se a evolução relativa dos CUTs dos vários países contribui para os desequilíbrios externos no seio zona euro, não faz sentido olhar apenas para o que se passou nas economias periféricas: tão ou mais importante foi o contributo do fraco crescimento salarial na Alemanha desde a viragem do século. A partir de 2000 a maior economia da zona euro adoptou uma estratégia de “moderação salarial”, assente em medidas como: aumentos de salários inferiores ao crescimento da produtividade; aceitação de práticas ao nível das empresas desalinhas com os acordos colectivos estabelecidos ao nível sectorial; redução das contribuições das empresas para a segurança social (compensados por impostos indirectos); e redução das contribuições patronais para os seguros de saúde (passando a ser assumidas pelos trabalhadores). De acordo com Bofinger (2015), estas medidas implicaram que, entre 2000 e 2008, os salários na Alemanha crescessem cerca de 20% abaixo do que deveriam, tendo por referência um ritmo de aumentos salariais compatível com o objectivo de inflação estabelecido pelo BCE (ou seja, próximo, mas abaixo dos 2% ao ano).

Bofinger (2015) aponta quatro implicações da estagnação dos salários na Alemanha após 2000 no acentuar dos desequilíbrios externos entre países da zona euro:

- O fraco ritmo de crescimento dos salários dos trabalhadores alemães traduziu-se numa taxa de inflação reduzida na maior economia da zona euro. Este foi um factor decisivo para que o BCE optasse por manter as taxas de juro a níveis historicamente baixos entre 2003 e 2005, contribuindo assim para alimentar as bolhas imobiliárias e um padrão de crescimento baseado em construção em países como Espanha e Irlanda¹³.

¹² Num estudo estatístico publicado pelo BCE, Gabrisch e Staehr (2014) analisam as relações de causalidade entre a evolução dos CUTs e do saldo da Balança Corrente para 27 países da UE entre 1995 e 2012, concluindo que as mudanças nas contas externas no período precederam as alterações nos custos unitários de trabalho. Ver também Gaulier e Vicard (2012).

¹³ No caso português o sector da construção encontrava-se em desaceleração desde 2000, pelo que a baixa das taxas de juro no período permitiu, na verdade, aligeirar os impactos do elevado endividamento privado português na Balança de Rendimentos.

- As práticas salariais na Alemanha conduziram a uma acentuada desaceleração das importações de produtos oriundos dos restantes países da zona euro após 2000¹⁴.
- A repressão dos salários conduziu a um aumento dos lucros empresariais; estes constituíram a principal fonte de poupança que está na origem do crescimento dos excedentes externos alemães¹⁵.
- Aumentos salariais modestos terão contribuído para o desempenho positivo do sector exportador no período em análise.

Estes quatro aspectos concorrem todos para a mesma conclusão: não foi apenas o aumento acelerado dos CUTs nas periferias que conduziu aos desequilíbrios externos no seio da zona euro; o aumento dos sistematicamente abaixo do crescimento da produtividade na economia alemã terá contribuído de forma decisiva para aquele desfecho.

O último ponto referido por Bofinger – a ideia de que o sucesso das exportações alemãs se deve à contenção salarial praticada no país – é, provavelmente, o que mais frequentemente emerge nos debates sobre o tema. Mas é também o mais polémico. É nisto que consiste o terceiro argumento que permite questionar a relação habitualmente estabelecida entre a evolução dos CUTs e os desequilíbrios externos que estão na origem da crise da zona euro.

Existe uma tendência recorrente para atribuir o desempenho exportador de um país aos custos de produção, em particular aos custos laborais. Por outras palavras, associa-se competitividade à contenção de custos – este é um dos motivos que explica que os CUTs sejam tão frequentemente utilizados como indicadores de competitividade.

A ideia de que a competitividade depende fundamentalmente dos custos é uma falácia que perdura no discurso económico apesar das evidências. Há quase quatro décadas, Nicolas Kaldor (1978) identificou um paradoxo a que o seu nome ficaria associado: os dados disponíveis mostravam que os países onde as exportações mais cresceram no período do pós-guerra foram os mesmos onde os custos unitários do trabalho relativos mais aumentaram, contradizendo a intuição segundo a qual o maior crescimento dos salários prejudica as exportações. A investigação económica desenvolvida no quadro da tradição neo-schumpeteriana¹⁶ (e.g., Fagerberg, 1988) encontra a explicação para o “paradoxo de Kaldor” no papel central desempenhado pela inovação, pelas competências tecnológicas e pela capacidade de produção na competitividade das empresas e do conjunto das economias. Posto em termos simples, economias tecnologicamente mais sofisticadas e com empresas de maior dimensão conseguem conquistar quotas de mercado praticando salários mais elevados, que são de resto necessários para atrair e reter trabalhadores qualificados.

O desempenho competitivo assimétrico entre países está associado não apenas às diferentes competências tecnológicas de empresas concorrentes, mas também às diferenças no perfil de

¹⁴ 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).

¹⁵ Bofinger recusa a ideia de que a elevada taxa de poupança na economia alemã decorre da poupança das famílias, supostamente como resultado do envelhecimento demográfico. De facto, de acordo com os dados do Eurostat, a taxa de poupança das famílias alemãs manteve-se praticamente inalterada nas últimas duas décadas, em torno dos 16%, não permitindo explicar o desempenho da Balança Corrente no período.

¹⁶ Uma das teses centrais do trabalho de Schumpeter consiste na noção de que a concorrência entre empresas capitalistas se faz habitualmente com base na inovação (de produtos, de processos, organizacional, de mercado) e não com base no preço, contrariamente ao que sugerem os modelos básicos da microeconomia convencional (e.g., Schumpeter, 1942).

especialização das economias nacionais. Tipicamente, produtos com uma forte incorporação de conhecimento e inovação enfrentam uma procura mais dinâmica e menos pressão concorrencial, o que permite praticar maiores margens de lucro e pagar salários mais elevados. Por conseguinte, o valor acrescentado pelas exportações de um país é tanto maior quanto mais sofisticado for o perfil de especialização de uma economia do ponto de vista tecnológico.

Vários estudos recentes têm analisado a relação entre o desempenho das exportações dos países europeus e a respectivas estruturas produtivas, incluindo aqui o perfil de especialização e os principais mercados de destino das exportações nacionais (e.g., Danninger e Joutz, 2007; FMI, 2008; CE, 2011; Gaulier et al., 2012). Estes estudos enfatizam como factores determinantes do fraco desempenho exportador das economias do sul da zona a forte sobreposição do seu perfil de especialização com o das economias emergentes da Ásia e da Europa de Leste. Por outro lado, apontam a capacidade de marcar presença em mercados de forte expansão (com destaque para a China) como factor decisivo do desempenho exportador alemão.

Por outras palavras, mais do que as diferenças na evolução dos custos (do trabalho e outros), são as diferenças nas estruturas produtivas que determinam as assimetrias de desempenho exportador entre os países da zona euro. De uma forma geral, as exportações dos países da zona euro na verdade são pouco sensíveis a alterações nos CUTs (e.g., Storm e Naastepad, 2015), contrariamente ao que sugere o pensamento convencional.¹⁷

Isto não significa, porém, que o preço das exportações seja irrelevante para o desempenho competitivo. Importa, no entanto, notar que a influência dos custos laborais nas exportações é geralmente reduzida. Por exemplo, Storm e Naastepad (2016) estimam que os custos do trabalho representam entre 15% e 24% dos preços brutos da produção na indústria transformadora dos países da zona euro, enquanto os custos de bens intermédios representam entre 67% e 74%, e as margens de lucro entre 10% e 12%, sendo que apenas uma parte das alterações nos custos laborais tende a traduzir-se nos preços finais.

Por contraste, uma valorização da taxa câmbio do euro face ao dólar afecta directamente a competitividade-preço do sector exportador, não só tornando mais caras as exportações para fora da zona euro, como tornando mais baratas a importações de produtos concorrentes provenientes de países terceiros. Nesse sentido, a forte valorização do euro face ao dólar registada nos anos anteriores à grande crise internacional (de 0,96 dólares por euro em 2001 para 1,61 em 2008) penalizou fortemente as exportações dos países especializados em produtos mais expostos à concorrência extracomunitária e cuja competitividade depende mais de factores de custos do que de qualidade – ou seja, os países do Sul da UE (Mamede, 2014).

2. O euro nas origens da sua própria crise

A discussão desenvolvida atrás sobre as origens da crise da zona euro permitem identificar várias deficiências da arquitectura institucional da União Económica e Monetária que contribuíram para a

¹⁷ O debate sobre a relevância dos custos e dos preços no desempenho exportador dos países da zona euro continua a despertar muita polémica e está longe de ter terminado. Ver Constantine et al. (2016) para uma revisão recente, embora parcial, do debate.

acumulação dos desequilíbrios externos e, por essa via, para potenciar os efeitos devastadores da crise financeira mundial no contexto Europeu. Destacam-se as seguintes falhas institucionais:

- i) A extensa desregulamentação dos sistemas financeiros, num contexto de liberalização dos movimentos de capitais, favoreceu um aumento substancial do crédito bancário a partir de meados dos anos noventa, principalmente nos países até aí caracterizados por maiores dificuldades de acesso a financiamento externo. Tratando-se geralmente de países também caracterizados por maiores carências de infra-estruturas e com estruturas produtivas mais frágeis, o aumento do crédito serviu fundamentalmente para impulsionar o crescimento de actividades menos expostas à concorrência internacional (em particular a construção), deteriorando as contas externas por diversas vias (fundamentalmente, através de importações de bens, transferências correntes e pagamento de juros ao exterior). O surto de crescimento baseado no investimento financiado a crédito esteve também na origem do acentuado aumento do endividamento privado, tornando as economias nacionais respectivas mais vulneráveis a choques futuros.
- ii) A crença nas capacidades auto-reguladoras dos mercados financeiros levou as instituições e os responsáveis políticos da zona euro a minorizar, durante vários anos, a importância da acumulação de desequilíbrios externos entre economias nacionais. Contrastando com a atenção atribuída ao desempenho das contas públicas, não foram implementados mecanismos de monitorização e correcção dos desequilíbrios das Balanças Correntes dos Estados Membros. Este descuido é tanto mais grave quanto a participação na zona euro constitui, por si só, um elemento potenciador dos fluxos de capitais dos países excedentários para países deficitários, dada a redução drástica do risco cambial e a percepção de redução dos riscos de eventuais incumprimentos.
- iii) A existência de uma política monetária única revelou-se desadequada para fazer face às diferentes condições das economias nacionais. Isto foi particularmente notório no caso de Espanha e da Irlanda entre 2003 e 2005, quando as baixas taxas de juro do BCE (justificadas pela inflação reduzida no conjunto da zona euro, largamente determinada pela evolução da economia alemã no período) contribuíram para o desenvolvimento de bolhas especulativas no sector imobiliário, que viriam a rebentar no contexto da crise financeira internacional.
- iv) A década anterior à grande crise internacional tornou evidente a fragilidade de uma união monetária na qual não estão previstos instrumentos de política económica eficazes para fazer face a choques macroeconómicos que afectam de forma diferenciada os países participantes. Nalguns casos, os choques ocorridos tiveram origem na condução da própria política monetária e financeira: é o caso atrás referido da evolução das taxas de juro; mas também a evolução cambial do euro, cujo impacto foi particularmente prejudicial para países com estruturas económicas mais débeis. Outros choques assimétricos resultaram de outras decisões tomadas pelas instâncias europeias, tal como o alargamento da UE a Leste ou os acordos comerciais com a China e outras economias emergentes. Outros ainda resultaram de factores essencialmente exógenos à UE, como seja o forte crescimento do preço do dólar entre 2003 e 2008. Em qualquer caso, os vários tipos de choques referidos traduziram-se na degradação das contas externas e na maior fragilização das economias da periferia da zona euro.

- v) O famoso relatório Padoa-Schioppa (1987), elaborado no contexto da preparação do mercado único europeu, alertava: “serão necessárias medidas de acompanhamento adequadas para acelerar o ajustamento nas regiões e países estruturalmente mais fracos, e contrariar as tendências de divergência” no espaço de integração. A percepção da existência de riscos de divergência esteve na base da existência da Política de Coesão da UE, justificando a existência de fundos estruturais de apoio à transformação das economias menos avançadas da UE. No entanto, sendo os fundos dirigidos essencialmente a investimentos físicos (públicos e privados), ao longo da década de noventa eles contribuíram para acentuar o padrão de crescimento guiado pela construção. E embora se tenham registado evoluções significativas nos domínios das qualificações, da ciência e tecnologia, da inovação empresarial e das infra-estruturas, o carácter de longo prazo das transformações necessárias, conjugado com os incentivos prevaletentes ao desenvolvimento de actividades menos sofisticadas, a Política de Coesão da UE revelou-se incapaz de promover eficazmente a convergência de estruturas económicas. De facto, as diferenças de perfil de especialização entre países da zona euro não só não se reduziram como se acentuaram desde meados da década de noventa (Janger et al., 2011). A persistência de grandes diferenças de estruturas produtivas tornou a zona euro ainda mais vulnerável à ocorrência de choques assimétricos com efeitos prolongados nas economias afectadas.

A ênfase aqui atribuída às falhas na arquitectura institucional da UEM na origem da crise da zona euro contrasta com as interpretações oficiais e convencionais sobre as causas da crise. Como vimos acima, de acordo com a visão dominante, a quebra de confiança dos investidores internacionais nos títulos de dívida dos Estados periféricos da zona euro resulta fundamentalmente de erros de governação ao nível nacional, sejam eles respeitantes às políticas orçamental ou de mercado de trabalho.

Importa reconhecer que as decisões de governação não foram sempre as mais adequadas. Os incentivos públicos à compra de casa própria (que duraram até 2002) ou o favorecimento mais ou menos explícito às actividades de construção por parte dos poderes públicos (em articulação com os grupos financeiros, em vários casos com uma racionalidade questionável), podem ser apresentados como exemplos de opções de governação ao nível nacional que contribuíram para o desenvolvimento de um modelo de crescimento económico insustentável (e.g., Rodrigues et al., 2016). Mais questionável, pelas razões discutidas no ponto anterior, é a ideia de que a degradação das contas externas nas economias periféricas poderia ter sido evitada através de políticas de contenção salarial e da desregulação dos mercados de trabalho.

Em qualquer caso, o reconhecimento de opções erradas por parte dos governos nacionais não invalida a conclusão de que as deficiências da arquitectura institucional da UEM desempenharam um papel fundamental no acumular de desequilíbrios que conduziram à crise zona euro. Muito menos permitem justificar a incapacidade das instituições da zona euro para impedir que a crise financeira internacional se transformasse numa recessão europeia profunda e prolongada – como discuto no ponto seguinte.

A resposta europeia à crise: entre o imprevisto e a estratégia

A profundidade e a extensão da recessão económica que se instalou na zona euro são visíveis na evolução do PIB em termos reais: foram precisos oito anos para a zona euro, como um todo, regressar aos níveis de produto anteriores à crise; na verdade, em 2015 países como Espanha, Grécia e Portugal ainda se encontravam longe dos valores do PIB que haviam sido registados em 2007¹⁸. Por contraste, o PIB dos EUA levou apenas quatro anos a ultrapassar o valor de 2007, tendo desde então registado taxas de crescimento sistematicamente superiores aos da zona euro. O prolongamento e a profundidade da recessão económica na zona euro traduziu-se em aumentos sem precedentes do desemprego, da desigualdade e da pobreza, bem como na deterioração das perspectivas de crescimento futuro.

É hoje largamente reconhecido que a recessão que se instalou na zona euro foi potenciada pela resposta das instituições europeias à crise, a par das deficiências na arquitectura da zona euro que já vinham de trás (e.g., Abreu et al., 2013; Jorge, 2014; Baldwin e Giavazzi, 2015). Entre os principais problemas e deficiências na abordagem da UE à crise internacional e às suas sequelas destacam-se os seguintes:

- i) As medidas de combate à recessão que resultou da paralisação do sistema financeiro internacional a partir de Setembro de 2008 revelaram-se tardias e desadequadas no caso europeu. Só em Dezembro desse ano houve acordo entre os Estados Membros sobre a adopção de medidas contra-cíclicas, tendo o esforço recaído quase inteiramente sobre os Estados nacionais, independentemente das suas condições financeiras ou grau de exposição à crise internacional (Abreu et al., 2013)¹⁹.
- ii) Na sequência da paralisação do sistema financeiro internacional, os países periféricos da zona euro enfrentaram dificuldades crescentes em aceder a financiamento externo. Até 2010 este problema foi largamente contornado através do sistema Target 2, no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais, criado com o objectivo de assegurar a liquidez nas transacções entre países da zona euro. O intenso recurso a este mecanismo por parte dos bancos das economias periféricas foi encarado como um risco para os países excedentários, em particular a Alemanha, bem como uma forma indirecta de financiamento dos Estados por parte do eurosistema²⁰, pondo em causa os princípios de funcionamento da zona euro (e.g., Sinn, 2014). A oposição dos países centrais da zona euro ao refinanciamento das economias deficitárias através do Target 2 levou à colocação de entraves crescentes à operação do sistema, tornando os bancos e os Estados das economias periféricas fortemente dependentes do financiamento privado através dos mercados financeiros internacionais (Febrero et al., 2016). Desta forma, os países da periferia da zona euro encontraram-se numa situação idêntica às das economias emergentes: estando altamente endividados numa moeda cuja emissão não controlam (o euro, neste caso), deixaram de conseguir financiar-se em condições razoáveis. Aquilo que em muitos casos era apenas um problema de liquidez – resultante do contexto de elevada volatilidade e incerteza nos mercados financeiros – transformou-se assim num risco de insolvabilidade. Dada a exposição dos bancos nacionais à dívida pública dos países respectivos, os receios relativos à

¹⁸ Fonte: AMECO.

¹⁹ Ver conclusões da Presidência do Conselho Europeu de 11 e 12 de Dezembro de 2008.

²⁰ Note-se que, até 2010, os bancos nacionais funcionaram como intermediários centrais no financiamento dos Estados.

solvabilidade dos Estados traduziu-se em desconfiança sobre o sistema bancário dos países periféricos (Baldwin e Giavazzi, 2015). O aumento dos custos de financiamento do sector bancário e da Administrações Públicas tornou inevitável o recurso a empréstimos externos.

- iii) O clima de desconfiança e instabilidade foi potenciado pela resposta das autoridades europeias à “crise das dívidas soberanas”, marcada por declarações frequentemente contraditórias e por vezes incendiárias. O encontro entre Merkel e Sarkozy em Deuville, em Outubro de 2010, constitui um dos momentos mais simbólicos e marcantes do contributo dos líderes europeus para o acentuar da crise (Mamede, 2015). Num momento em que a instabilidade financeira se avolumava, os dirigentes alemão e francês declararam que os investidores privados seriam chamados a assumir as perdas de uma eventual falência de um Estado Membro da zona euro. Na verdade, tirando a situação excepcional da Grécia, tal não viria a verificar-se (ver ponto v) abaixo). No entanto, a reacção dos investidores não se fez esperar, reflectindo-se numa subida abrupta das taxas de juro dos países periféricos e precipitando o pedido de resgate financeiro por parte da Irlanda e, poucos meses mais tarde, de Portugal.
- iv) Mimetizando as intervenções externas do FMI em países com problemas de Balança de Pagamentos, os empréstimos concedidos aos países da zona euro que perderam o acesso aos mercados de dívida pública foram acompanhados de “programas de ajustamento”, cuja implementação foi assumida como condição para a libertação dos fundos acordados. Sendo a “crise das dívidas soberanas” da zona euro interpretada como a uma “crise das dívidas públicas” e de “competitividade dos custos de trabalho”, as intervenções nos países em dificuldades atribuíram prioridade máxima à implementação de medidas de consolidação orçamental e de desregulamentação do mercado de trabalho. Procurava-se assim reduzir simultaneamente o défice público e o défice externo, requisitos considerados fundamentais para reconquistar a confiança dos investidores internacionais. No entanto, contrariamente às intervenções do FMI em países em desenvolvimento, o reequilíbrio das contas externas não pôde contar com a desvalorização cambial. Assim, foi prosseguida uma estratégia de desvalorização interna, com impactos ainda mais profundos e prolongados na actividade económica e no emprego. Os efeitos negativos dos “programas de ajustamento” nas economias em causa acabariam por ser muito mais pronunciados do que inicialmente previsto (Eichengreen e O'Rourke, 2012; FMI, 2012, 2016)²¹. Como resultado, a redução dos défices orçamentais e dos rácios da dívida pública ficaram muito aquém do desejado, enquanto a melhoria dos saldos externos ficou a dever-se fundamentalmente à contracção da procura interna (com reflexo na redução das importações e do desvio de parte da produção para a exportação). Em suma, no fundamental, os problemas das economias periféricas da zona euro ficaram por resolver, continuando o seu financiamento largamente dependente da política monetária prosseguida pelo BCE.²²
- v) Contrariamente ao que frequentemente acontece nas intervenções do FMI em países em desenvolvimento, os “programas de ajustamento” nas periferias da zona euro não foram, por

²¹ Os impactos negativos da estratégia de desvalorização interna foram acentuados pela adopção simultânea de medidas de austeridade em vários países da UE, reduzindo o potencial contributo positivo da procura externa sobre o crescimento económico de cada país (Veld, 2013).

²² Este diagnóstico é, no essencial, partilhado pelo 4º relatório do FMI de avaliação *ex-post* do programa de ajustamento português, onde se pode ler: “at the end of the program, public and private debt exceeded program targets, the fragility of banks had become more evident, and growth continued to disappoint. (...) the program worked as a crisis deterrent and holding operation, but did not make inroads to entrench fiscal and financial sustainability.” (FMI, 2016, p.14)

regra, acompanhados de reestruturações das dívidas existentes²³. A reestruturação das dívidas teria permitido diminuir a intensidade da austeridade, ao mesmo tempo que representariam uma co-responsabilização dos credores pelas suas práticas de crédito. O facto de entre os principais credores das economias periféricas estarem alguns dos principais bancos alemães e franceses foi decisivo para excluir a reestruturação das dívidas dos “programas de ajustamento” (Jorge, 2014). Assim, na prática, os empréstimos oficiais aos países em dificuldades serviram essencialmente para pagar os empréstimos privados pendentes, contribuindo assim para reduzir a fragilidade dos balanços dos bancos das economias centrais da zona euro.

- vi) Inversamente, a recessão prolongada decorrente dos programas de austeridade contribuiu para fragilizar ainda mais os bancos comerciais dos países periféricos. Na verdade, os Memorandos de Entendimento antecipavam os impactos da recessão sobre os sistemas bancários, por via do aumento acentuado do crédito malparado. Nesse sentido, incluíam como um dos pilares do ajustamento a estabilização dos sistemas financeiros nacionais, prevendo nomeadamente verbas destinadas à capitalização dos bancos nacionais. Porém, no caso português a intervenção da troika no pilar bancário revelou-se essencialmente ineficaz: no final do programa os balanços dos bancos portugueses encontravam-se muito fragilizados, traduzindo-se em necessidades de recapitalizações públicas e na resolução de bancos com uma importância central nos sistemas financeiro nacional, e num elevado nível de instabilidade no sector que perdura até ao presente (FMI, 2016). Dado o predomínio do crédito bancário no financiamento das economias europeias, a fragilidade do sector bancário acentuou as dificuldades dos países periféricos, deteriorando ainda mais as perspectivas económicas de curto e médio prazo, com reflexos nas persistentes dificuldades de financiamento.

Em parte, a incapacidade das instituições e lideranças europeias para impedir o agravamento da crise da zona euro – e o contributo que deram, em momentos-chave para o seu agravamento – resulta do facto de a arquitectura institucional da UEM não ter sido concebida para lidar com uma crise de tamanhas dimensões (Baldwin e Giavazzi, 2015). Efectivamente, a zona euro encontrava-se desprovida de instrumentos que permitissem reagir a “paragens súbitas” de fluxos financeiros privados para alguns dos seus Estados Membros, ou lidar com situações de descapitalização generalizada dos sistemas bancários. Para além disso, não existiam mecanismos para prevenir nem para lidar com os problemas decorrentes da interdependência entre bancos e Estados nacionais, a qual se revelou um factor de aprofundamento e aceleração das dificuldades das economias periféricas no contexto da crise da zona euro.

No entanto, não é possível reduzir as causas da profundidade e da duração da crise às insuficiências institucionais da UEM. A opção de descentralizar para os Estados Membros a resposta orçamental à recessão internacional de 2008/2009, a decisão de restringir o financiamento dos sistemas bancários da zona euro através do sistema Target 2, a imposição de uma austeridade orçamental e de uma desvalorização interna acentuadas como condições para aceder a empréstimos oficiais, ou a protecção dos bancos dos países mais influentes da UE, não podem ser vistos como meras decorrências da incompletude da arquitectura institucional da UEM.

²³ O segundo plano de resgate à Grécia inclui uma dimensão de reestruturação da dívida de privados. Tratou-se fundamentalmente de um reconhecimento das perdas que já haviam tido lugar, dado o colapso do valor dos títulos da dívida grega, ao mesmo tempo que permitiu reforçar as garantias de pagamento por parte do Estado grego.

As orientações assumidas pelas lideranças europeias no contexto da crise da zona euro têm de ser vistas à luz de uma combinação entre interesses nacionais, sectoriais e de classe²⁴, bem como e de visões ideológicas sobre o modo de funcionamento da união monetária na Europa. Neste sentido, a crise constituiu um momento-chave na tentativa de imposição de uma mudança de regime no seio da UEM sem ter de as sujeitar a validação democrática, aproveitando a fragilidade política de alguns governos e forças políticas²⁵, com implicações nas relações entre Estados Membros e instituições supranacionais.

As transformações institucionais ocorridas na UE e na zona euro desde o início da crise resultam da combinação dos dois aspectos acima referidos – a tentativa de corrigir falhas institucionais da arquitectura da zona euro e de consolidar a preponderância de interesses e doutrinas que se encontraram numa posição de força privilegiada no contexto da crise da zona euro – e de um terceiro factor: a necessidade de responder aos problemas económicos, financeiros e sociais que se avolumaram desde o início da crise.

3. Desde a crise muito mudou. Ficou tudo na mesma?

A discussão realizada até aqui permite identificar uma lista longa de desafios que se colocam presentemente à zona euro. Alguns deles passam por evitar a repetição de processos ocorridos no passado e que poderão ter contribuído em determinado momento para o acumular de problemas na zona euro, como sejam: o crescimento excessivo do crédito em algumas economias, a evolução muito assimétrica da inflação e dos salários entre países da zona euro, ou o recurso a políticas orçamentais pró-cíclicas. Outros desafios prendem-se com insuficiências há muito conhecidas da arquitectura da UEM, que se mantêm essencialmente inalteradas, tais como: a dificuldade em ajustar a política monetária única às necessidades específicas das várias economias, ou a ausência de instrumentos de política económica eficazes para fazer face a choques assimétricos (geralmente associados à persistência de diferenças substanciais nas estruturas produtivas nacionais). Outros ainda decorrem de problemas que se evidenciaram no contexto da crise da zona euro, como a ausência de um prestamista de último recurso (que permita evitar que problemas de liquidez dos Estados se transformem em problemas de solvabilidade), ou a tendência para o contágio entre os problemas financeiros dos bancos e dos Estados. Finalmente, existem desafios de decorrem do avolumar de problemas desde o início da crise e que se traduzem em factores como os elevados níveis de desemprego, de pobreza, de endividamento público e privado, e de descapitalização dos bancos.

Desde de 2010 foram adoptadas pelas instituições europeias várias medidas que visam dar resposta aos desafios referidos. Aquela que se revelou mais decisiva consistiu no anúncio pelo BCE do programa OMT²⁶ e na declaração do seu presidente, em Julho de 2012, de que a instituição que dirige estava disposta a fazer “tudo o que for necessário para preservar a zona euro”²⁷. Desta forma,

²⁴ Ler, a este propósito, van Apeldoorn (2013).

²⁵ Ou como se lê no 4º relatório de avaliação ex-post do FMI sobre o programa de ajustamento português, “it is more pragmatic to undertake reforms when a political opportunity presents itself” (FMI, 2016, p.37).

²⁶ Do inglês *Outright Monetary Transactions* (Transacções Monetárias Definitivas), o programa permite ao BCE adquirir em mercado secundário, de forma ilimitada, dívida pública de países solventes mas sob pressão dos mercados, desde que os países em causa estejam sujeitos a um programa de assistência financeira do Mecanismo Europeu de Estabilização.

²⁷ Discurso de Mario Draghi, Presidente do BCE, na *Global Investment Conference*, Londres, 26 de Julho de 2012.

Mario Draghi conseguiu convencer os investidores financeiros de que o BCE não permitiria que a escalada dos juros da dívida de um país pusesse em causa a estabilidade da moeda única europeia, sem nunca ter tido necessidade de accionar o programa. O sucesso dessa iniciativa – reforçada em 2014 e 2015 pela adopção de outras medidas de política monetária²⁸ – traduziu-se na redução acentuada das taxas de juro da zona euro e da instabilidade vivida no período inicial da “crise das dívidas soberanas”.

A intervenção do BCE (ou a predisposição para intervir) nos mercados de dívida pública permitiu diminuir a intensidade da especulação e evitar que os custos de financiamento de alguns Estados da zona euro atingissem níveis marcadamente insustentáveis, o que levaria à impossibilidade de assegurar as necessidades de financiamento público através de investidores privados. No entanto, apesar da sua eficácia, a postura assumida desde 2012 pelo BCE é um substituto imperfeito do papel de prestamista de último recurso habitualmente desempenhado pelos bancos centrais nacionais. Por um lado, a legitimidade da intervenção do BCE nos mercados secundários de dívida pública tem sido sistematicamente posta em questão (por ser considerada incompatível com o estatuto de independência do Banco e com o impedimento inscrito nos Tratados da emissão monetária para financiamento de défices públicos), suscitando dúvidas sobre a sua continuidade²⁹. Por outro lado, a intervenção do BCE acarreta sempre um poder mais ou menos discricionário para impor (directa ou indirectamente) aos países visados condições sobre as opções de política económica seguidas a nível nacional, diminuindo assim a sua legitimidade democrática e aumentando os riscos políticos associados. Não obstante, a intervenção do BCE nos mercados de dívida pública a partir do Verão de 2012 permitiu evitar a repetição das situações eminentes de incumprimento que conduziram aos resgates financeiros da Grécia, Irlanda e Portugal (entre outros).

As instituições criadas para financiar os resgates financeiros no seio da zona euro – o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), criado *ad hoc* para enquadrar os resgates financeiros da Irlanda e de Portugal, e o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) que o substituiu – constituem a segunda das respostas mais significativas à crise da zona euro, por parte das autoridades europeias. Formalmente, o MEE é uma instituição intergovernamental que visa conceder apoio financiamento aos Estados participantes que se encontrem numa situação de acesso limitado aos mercados. No quadro institucional emergente na UEM, o Mecanismo é visto como uma peça central por permitir diminuir a exposição política do BCE em situações de crise financeira de um Estado Membro. No entanto, o alcance da intervenção do MEE é limitada, não só devido aos recursos financeiros que se encontram à sua disposição, mas também pela necessidade de obter um acordo dos Estados participantes quando está em causa accionar um programa de assistência. Este facto, bem como a incerteza sobre a capacidade do MEE para responder a uma situação de emergência financeira de Estados de maiores dimensões (como a Espanha ou a Itália), não permitem que a instituição substitua o papel desempenhado pelo BCE desde 2012, muito menos que compense a ausência de um prestamista de último recurso nos países da zona euro.

²⁸ Nomeadamente, o aumento do volume, o alargamento das maturidades, e a redução das taxas de juros dos empréstimos ao sistema bancário, bem como a implementação de vários programas de compras de activos públicos e privados (ABSPP, CBPP3, PSPP) que se prolongarão pelo menos até 2020.

²⁹ Em Fevereiro de 2014 o Tribunal Constitucional levantou dúvidas sobre a conformidade do programa OMT com o mandato atribuído ao BCE pelos Tratados europeus, remetendo ao Tribunal de Justiça da UE um pedido de apreciação. Em Janeiro de 2015 o TJUE pronunciou-se a favor do programa OMT, levando o Tribunal Constitucional alemão a aceitar a decisão em Junho de 2016, desde que o programa OMT fosse limitado e as condicionalidades previstas fossem observadas. Não obstante, a polémica sobre a intervenção do BCE não terminou, sendo objecto de crítica recorrente por parte de vários responsáveis políticos alemães (entre outros).

Em qualquer caso, a criação de fundos de assistência a Estados com dificuldades de financiamento, a par das crescentes intervenções do BCE nos mercados de dívida pública, fizeram regressar ao centro do debate europeu a questão recorrente do “risco moral” nas práticas orçamentais nacionais – ou seja, o risco de que a existência de mecanismos de apoio a Estados em dificuldade se transformem em incentivos para uma gestão descuidada das finanças públicas por parte dos governos de cada país. Como vimos atrás, o desrespeito pelas regras orçamentais é frequentemente apontado como uma das causas da crise da zona euro. Assim, o reforço do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) após 2011³⁰ foi apresentado como essencial para prevenir a repetição dos desequilíbrios do passado.

As várias medidas tomadas visando com o reforço do PEC – os pacotes legislativos conhecidos como “six-pack” e “two-pack”, bem como o Tratado Orçamental³¹ – constituem a terceira grande alteração institucional que emergiu da crise da zona euro. Na verdade, estas medidas envolvem muito mais do que o aumento do controlo sobre as finanças públicas nacionais. Reconhecendo que a crise do euro surge associada a um aumento dos desequilíbrios macroeconómicos, em particular das contas externas, nos países da moeda única europeia, as transformações institucionais adoptadas neste âmbito traduziram-se num alargamento da intervenção das instituições da UE a domínios de política cuja competência formal continua a residir nos Estados nacionais. Assim, no quadro do chamado “Semestre Europeu”, a Comissão Europeia e o Conselho Europeu passaram a pronunciar-se sobre as todas as opções de política dos Estados Membros passíveis de afectar os equilíbrios macroeconómicos respectivos. Porém, a influência destes procedimentos sobre as decisões tomadas à escala nacional difere entre países, dependendo fundamentalmente da sua influência política e do seu grau de autonomia financeira em cada momento. Ademais, os desequilíbrios entre países da zona euro são tratados neste contexto como problemas cuja resposta deve ser encontrada à escala nacional. Por conseguinte, o Semestre Europeu traduz-se frequentemente numa forma adicional de pressão sobre os Estados mais vulneráveis para lidarem com os desequilíbrios externos pela única via que têm à sua disposição no imediato: a desvalorização interna, em particular por via da desregulação dos mercados de trabalho³². Em suma, trata-se de uma lógica que não se afasta substancialmente da que foi adoptada no quadro dos “programas de ajustamento”, ainda que com alguma margem maior de autonomia por parte dos Estados nacionais.

Um quarto domínio de alterações institucionais no quadro da crise da zona euro diz respeito à criação da chamada União Bancária. O seu objectivo é duplo: por um lado, instituir uma supervisão centralizada ao nível comunitário da actividade bancária, com o propósito explícito de prevenir riscos decorrentes de más práticas de avaliação na atribuição de créditos por parte dos bancos; por outro lado, implementar um mecanismo único de resolução em caso de falência de bancos, com os objectivos declarados de diminuir a instabilidade financeira que daí possa advir para o conjunto da zona euro e de minimizar os eventuais custos para os contribuintes. Desta forma, a criação da União Bancária permitiria não só reduzir a probabilidade de repetição de processos de sobreendividamento que estiveram nas origens da crise da zona euro, como limitar o contágio entre os problemas financeiros da banca e dos Estados, os quais acentuaram os impactos da crise. No entanto, nos termos que entrou em vigor (em 1 de Janeiro de 2016), a União Bancária é habitualmente considerada incompleta, nomeadamente por não incluir uma garantia partilhada de depósitos bancários – o que significa que, em caso de falência de um banco, a protecção dos

³⁰ O PEC foi originalmente aprovado em 1997 e revisto em 2005.

³¹ Formalmente, Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Económica e Monetária.

³² Ver, por exemplo, Gyes e Schulten (2015).

depositantes tem de ser assegurada pelo Estado nacional respectivo. Tão ou mais importante, a criação da União Bancária não foi acompanhada da criação de um mecanismo de saneamento bancário financiado à escala da UE, o significa na prática que os Estados nacionais continuarão a ter de suportar custos que decorram de eventuais processo de resolução bancária. No imediato, a entrada em vigor das regras da União Bancária criaram uma dificuldade adicional para as economias em situações mais frágeis: uma vez que as novas regras prevêm que os accionistas, os obrigacionistas e os grandes depositantes serão chamados a assumir os custos da resolução bancária, as condições de financiamento e os balanços dos bancos dos países periféricos deterioraram-se, com repercussões negativas no funcionamento das economias respectivas.

Em suma, o balanço que é possível fazer das respostas encontradas até ao momento para os desafios que a zona euro enfrenta não é tranquilizante. As várias medidas tomadas – a intervenção do BCE nos mercados de dívida pública, a criação do MEE, o reforço do PEC e a implementação da União Bancária – permitem dar respostas apenas parciais a alguns dos problemas anteriormente identificados: os riscos de crescimento excessivo do crédito e do endividamento público, o risco de transformação das dificuldades pontuais de acesso a liquidez em problemas de solvabilidade dos Estados, ou o risco o contágio entre os problemas financeiros dos bancos e as contas públicas. Noutros domínios, as regras criadas nos últimos anos dão uma resposta essencialmente assimétrica aos problemas da zona euro: fomentam a redução dos salários e a contenção orçamental dos países deficitários, mas não favorecem a adopção de políticas orçamentais e salariais mais expansionistas nos países excedentários, reforçando assim o enviesamento deflacionista e potencialmente recessivo das políticas adoptadas. Ficam também por responder outros problemas há muito identificados, como a dificuldade em ajustar a política monetária única às necessidades específicas das várias economias³³, a ausência de instrumentos de política económica eficazes para fazer face a choques assimétricos, e a persistência de diferenças substanciais nas estruturas produtivas nacionais. Ainda mais grave, tardam em surgir soluções para os problemas que se avolumaram no contexto da crise, nomeadamente os elevados níveis de desemprego, de pobreza, de endividamento público e privado, ou de descapitalização dos bancos.

³³ Que hoje afecta, fundamentalmente, as economias centrais como a Alemã, para quem a política monetária expansionista do BCE se revela menos adequada

4. Conclusão: um euro mais sólido ou a austeridade como regime

Como vimos, a noção de que a arquitectura institucional da UEM é insatisfatória persiste nos debates sobre o tema, colocando em causa a sua sustentabilidade do euro (em termos económicos e políticos). Não obstante, não existe consenso sobre o caminho a trilhar para resolver os dilemas presentes.

A nível académico, não faltam propostas para resolver os problemas da zona euro, tendo presente a complexidade dos processos envolvidos no funcionamento da união monetária europeia. Por exemplo, partindo de uma análise globalmente coincidente com a apresentada anteriormente sobre as origens da crise do euro, Hein e Dezter (2015) sugerem que o esforço de correcção dos desequilíbrios macroeconómicos terá de recair no curto prazo, primordialmente sobre as políticas orçamentais (de modo a acelerar o crescimento da procura das economias excedentárias) e sobre as políticas estruturais e regionais, elevando a taxa de crescimento potencial de médio e longo prazo das economias periféricas. As medidas de carácter estrutural incluiriam: a regulação eficiente e selectiva dos fluxos de capital; investimentos públicos e privados em infra-estruturas, educação, I&D, etc. (visando a promoção de novas actividades económicas assentes no conhecimento intensivo, em elevadas qualificações); atribuição de subsídios e garantias públicas ao investimento privado (nomeadamente, através de bancos de desenvolvimento, do Banco Europeu de Investimentos e dos fundos estruturais); bem como o aumento e a partilha das despesas de investimento público a nível da UE, com um foco especial nos países em fase de recuperação.

Este tipo de abordagens abrangentes aos problemas da zona euro, não obstante a sua coerência teórica, enfrenta na prática obstáculos políticos que decorrem da divergência de interesses e de visões sobre o futuro das economias e sociedades europeias. Parece ser crescentemente consensual a noção de que a UE não pode aspirar num futuro previsível – mesmo que tal fosse considerado desejável – a tornar-se numa união política, capaz de lidar de forma integrada e coordenada com os desafios que enfrentam as várias economias participantes (Baldwin e Giavazzi, 2016).

Perante isto, alguns autores defendem que o futuro da zona euro terá de passar pela adopção de “pequenos passos” na direcção de uma maior partilha de esforços na correcção dos desequilíbrios macroeconómicos, envolvendo aspectos como: a criação de um subsídio europeu e de um programa limitado de mutualização das dívidas públicas (e.g., Pisani-Ferry, 2016); a criação de um fundo de estabilização que interviesse nos mercados de dívida pública com vista a diminuir as oscilações nos preços dos títulos (e.g., de Grauwe and Ji, 2016); ou a alteração das regras orçamentais de modo a diminuir o esforço de ajustamento em situações de crise financeira (Claeys et al., 2016). Apesar da modéstia das propostas referidas, a sua apresentação é invariavelmente acompanhada do reconhecimento das dificuldades políticas substanciais que a sua adopção ainda assim enfrenta.

Numa linha oposta a quem defende a criação de mecanismos de partilhas de custos de ajustamento, há quem defenda que a UEM tem de ser reforçada através de uma distribuição mais rigorosa de poderes e responsabilidades, de modo a minimizar comportamentos de ‘risco moral’ por parte de actores públicos e privados (e.g., Feld et al., 2016). Isto passa, nomeadamente: por assegurar o princípio de “não-resgate” (*no bailout*), limitando a intervenção do BCE nos mercados de dívida pública e impondo a reestruturação de dívidas a credores privados no âmbito de programas de assistência financeira a Estados em dificuldades; reforçando os limites da exposição dos bancos à

dívida pública nacional; e garantindo que qualquer medida de assistência financeira é acompanhada de um programa de ajustamento macroeconómico dos países em causa. De acordo com esta perspectiva, só a responsabilização dos Estados e dos actores privados poderá prevenir os comportamentos irresponsáveis que estão na origem da crise. Ficam, no entanto, por responder nesta abordagem os problemas que podem advir de futuros choques assimétricos severos, bem como as dificuldades que decorrem dos actuais níveis de endividamento público e privado das economias mais frágeis – que teriam neste cenário de ser resolvidos através da desvalorização interna (através das chamadas “reformas estruturais”).

A resposta oficial às divergências sobre como garantir a sustentabilidade futura da zona euro passa, em larga medida, por procurar valorizar os argumentos das várias partes do debate, abrindo perspectivas para uma futura aproximação de posições. É esta a posição que transparece do chamado “Relatório do Cinco Presidentes” (Juncker et al., 2015), que regista a visão oficialmente partilhada pelos responsáveis máximos da Comissão Europeia, do Conselho Europeu, do Eurogrupo, do BCE e do Parlamento Europeu sobre o futuro da UEM. Segundo o roteiro aí porposto, os países da zona euro deverão começar por melhorar as suas posições orçamentais (de modo a conseguirem melhor “absorver os choques a nível interno”) e implementar reformas estruturais (“visando uma maior eficiência dos mercados de trabalho e de produtos”). Depois de assegurar os avanços necessários nas direcções referidas, a UEM estaria então em condições de considerar a criação de mecanismos de partilha de riscos, seja ao nível da União Bancária (através da criação de uma garantia comum de depósitos) ou da política orçamental (através da criação de um mecanismo de estabilização orçamental para o conjunto da área do euro).

A lógica sequencial do roteiro proposto pelos “cinco presidentes” é compreensível à luz dos argumentos que valorizam os comportamentos de “risco moral”. Basicamente, uma vez que os mecanismos de partilha de riscos podem diminuir os incentivos à contenção orçamental e à flexibilidade laboral – considerados essenciais para o funcionamento da zona euro tal como existe – a criação de tais mecanismos (considerada também ela necessária) só deverá existir depois de terem sido implementadas as reformas preconizadas nos domínios orçamental e laboral.

Porém, no actual contexto, o roteiro apresentado não permite ultrapassar os obstáculos à resolução dos problemas da zona euro. Por um lado, os países excedentários mostram-se indisponíveis para se comprometer com a criação de mecanismos de partilha de recursos que implicariam transferências orçamentais de sentido único e sem prazo definido. Acresce que a assunção de tais compromissos tende a ser vista como uma fonte de “risco moral”. Por conseguinte, o cumprimento estrito das regras orçamentais e a adopção de “reformas estruturais” são apresentadas pelos governos dos países excedentários como condições indispensáveis para a permanência da zona euro, independentemente das evoluções institucionais futuras.

Por outro lado, desgastados pela duração da crise e social nos seus países, e encontrando-se numa situação de grande vulnerabilidade financeira, os governos dos países deficitários tendem a resistir crescentemente à imposição de medidas de política que acentuem a crise económica e social no imediato, sem perspectivas de melhorias assinaláveis no médio prazo. A reticência dos governos da periferia da zona euro em prosseguir com o essencial da lógica dos “programas de ajustamento” que acompanharam os pacotes de assistência financeira no início da crise do euro cresce

proporcionalmente ao sentimento das populações mais afectadas relativamente às deficiências da arquitectura da zona euro e à iniquidade que daí resulta.

A situação não é para menos. Os países da periferia da zona euro enfrentam uma situação económica e social particularmente delicada, marcada por elevados níveis de endividamento (privado e público), por sistemas bancários fragilizados, por elevado desemprego, por estruturas produtivas pouco sofisticadas e pela escassez de instrumentos de política económica para fazer face a estas dificuldades. Nestas condições, a tentativa de reequilibrar as contas públicas e externas por via da desvalorização interna de salários e preços abre perspectivas de um período longo de baixo crescimento da actividade económica e do emprego.

Um exemplo simples ajuda a perceber a dimensão do esforço envolvido. Assumindo que o aumento dos preços de produção na Alemanha se mantem a um ritmo idêntico à média dos últimos 20 anos (cerca de 1% ao ano), os preços de produção em Portugal teriam de baixar cerca de 15% na próxima década para regressar aos níveis de preços relativos que existiam em 1995 (quando a dívida externa começou a aumentar). Isto corresponde a uma taxa média anual de 1,6%, ou seja, significaria reduzir os preços internos cerca de 5% a cada três anos, algo raramente verificado em qualquer parte do mundo nas últimas décadas (Shambaugh, 2012). Mesmo que tal fosse possível, uma redução dos preços da produção do país em 15% significaria que o rácio da dívida aumentaria em igual montante (já que o valor da dívida existentes não se alteraria). Em parte, tal poderia ser compensado por um aumento do produto, decorrente da melhoria da Balança de Bens e Serviços. No entanto, uma estratégia de crescimento assente na combinação da deflação interna e no crescimento das exportações enfrenta três dificuldades fundamentais: i) a estagnação da procura interna por efeito da queda dos salários e dos preços condiciona fortemente o crescimento do produto; ii) na medida em que o crescimento das exportações exige investimento e que este tem uma forte componente de importações, o contributo da procura externa líquida para o crescimento seria limitado a curto e médio prazo; e iii) um longo período de baixo crescimento aumentaria a instabilidade política, não com efeitos negativos na atractividade de investidores externos. Importa também perceber que o problema da economia portuguesa tem menos a ver com custos do que com as perspectivas de criação de valor do que aqui se produz. As produções portuguesas – à semelhança de outros países do sul da zona euro – defrontam-se com uma procura pouco dinâmica e grande pressão da concorrência internacional, o que limita o seu impacto ao nível do valor acrescentado.

Na verdade, a dificuldade em corrigir os desequilíbrios macroeconómicos da zona euro recorrendo apenas, ou fundamentalmente, à desvalorização interna nos países da periferia, é generalizadamente reconhecido na literatura, incluindo por quem exclui a possibilidade da criação de mecanismos de partilha de recursos (incluindo aqui a reestruturação das dívidas soberanas) num futuro próximo³⁴. Na maioria dos casos, a exclusão de propostas alternativas visando assegurar a viabilidade da UEM resulta mais da percepção sobre a sua inviabilidade política do que da convicção acerca da sua necessidade ou desejabilidade. Isto porém só acentua o carácter existencial da crise que hoje atravessa a moeda única europeia, contribuindo para que a discussão de possíveis cenários pós-euro não perca força no debate público, não obstante as dificuldades técnicas e políticas envolvidas que lhes estão associadas (e.g., Vários Autores, 2013; Ferreira do Amaral, 2013; Ferreira do Amaral e Louçã, 2014; Rodrigues et al., 2016; Stiglitz, 2016).

³⁴ Ver textos compilados em Baldwin e Giavazzi (2016).

5. Referências bibliográficas

- Abreu, A; Mendes, H.; Rodrigues, J.; Gusmão, J.; Serra, N.; Teles, N.; Alves, P.D.; Mamede, R. (2013). *A Crise, a Troika e as Alternativas Urgentes*. Lisboa: Tinta da China.
- Antão, P.; M. Boucinha; L. Farinha; A. Lacerda; A.C. Leal; e N. Ribeiro (2009). “Integração financeira, estruturas financeiras e as decisões das famílias e das empresas”. In *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Banco de Portugal, capítulo 7.
- Baldwin, R.; Giavazzi, F. (Eds.) (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*. VoxEU.org.
- Baldwin, R.; Giavazzi, F. (Eds.) (2016). *How to fix Europe’s monetary union: Views of leading economists*. Londres: CEPR Press.
- Barrios, S.; Iversen, P.; Lewandowska, M.; Setzer, R. (2009) “Determinants of intra-Eurozone bond spreads during the financial crisis”. *European Economy*, Economic Paper 388, November.
- Blanchard, O.; Giavazzi, F. (2002). “Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?” *Brookings papers on economic activity*, 2002(2), 147-209.
- Bofinger, P. (2015). “German wage moderation and the EZ Crisis”, *VoxEU.org*, 8 de Abril.
- Claeys, G.; Darvas, Z.; Leandro, A. (2016). “A proposal to revive the European Fiscal Framework”, *Bruegel Policy Contribution* 2016/7.
- Comissão Europeia (2011). “The Economic Adjustment Programme for Portugal”. *European Economy Occasional Papers* 79 (Junho).
- Constantine, C.; Reissl, S.; Stockhammer, E. (2016). “Neoliberalism, trade imbalances and economic policy in the Eurozone crisis”. *Kingston University Economics Discussion Papers* 2016-3.
- Danninger, S.; Joutz, F. (2007). “What explains Germany’s rebounding export market share?”, *IMF Working Paper WP/07/24*. Washington, DC: IMF.
- Eichengreen, B.; O'Rourke, K. (2012). “Gauging the multiplier: Lessons from history”, *voxeu.org*, 23 de Outubro de 2012.
- Fagerberg, J. (1988). “International competitiveness”. *Economic Journal* 98(391), 355-374”
- Febrero, E.; Uxó, J.; Bermejo, F. (2016). “The financial crisis in the Euro Zone. A balance of payments crisis with a single currency?”. *Department of Economics and Finance DT 2016/1*, Universidad de Castilla-La Mancha.
- Felipe, J., & Kumar, U. (2011). “Unit labor costs in the eurozone: the competitiveness debate again”. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, (651).
- Ferreira do Amaral, J. (2013). *Porque Devemos Sair do Euro*. Lisboa: Lua de Papel.
- Ferreira do Amaral, J.; Louçã, F. (2014). *A Solução Novo Escudo*. Lisboa: Lua de Papel.

- FMI (2008). "France, Greece, Italy, Portugal, and Spain – Competitiveness in the Southern Euro Area". *IMF Country Report No. 08/145*. Washington: International Monetary Fund.
- FMI (2010). *Global Financial Stability Report*, April. International Monetary Fund.
- FMI (2012). *World Economic Outlook, Coping with High Debt and Sluggish Growth*, October. Washington: International Monetary Fund.
- FMI (2016). "Portugal ex-post evaluation of exceptional arrangement under the 2011 extended arrangement". IMF Country Report No. 16/302. Washington: International Monetary Fund.
- Gabrisch, H.; Staehr, K. (2014). "The Euro Plus Pact: cost competitiveness and external capital flows in the EU countries". *Working Paper Series No. 1650*. Frankfurt: European Central Bank.
- Gaulier, G.; V. Vicard. (2012). "Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock?". *Banque de France Quarterly Selection of Articles No. 27*. Paris: Banque de France.
- Gros, D. (2011). "External versus domestic debt in the euro crisis", VoxEU.org, 24 de Maio.
- Gyes, G.V.; Schulten, T. (2015). "Introduction". In Guy Van Gyes and Thorsten Schulten (Eds.), *Wage bargaining under the new European Economic Governance – Alternative strategies for inclusive growth*. Brussels: ETUI. (pp. 401-412)
- Hale, G.; Obstfeld, M. (2016). "The Euro and the geography of international debt flows". *Journal of the European Economic Association*, 14(1), 115-144.
- Hein, E.; Detzer, D. (2015). "Post-Keynesian alternative policies to curb macroeconomic imbalances in the Euro area". *Panoeconomicus*, 62(2), 217.
- Janger, J.; Hölzl, W.; Kaniovski, S.; Kutsam, J.; Peneder, M.; Reinstaller, A.; Sieber, S.; Stadler, I.; Unterlass, F. (2011). *Structural Change and the Competitiveness of EU Member States - Final Report*.
- Jorge, R. P. (2014). *Os 10 erros da Troika em Portugal*. Lisboa: A Esfera dos Livros.
- Juncker, J.C.; Tusk, D.; Dijsselbloem, J.; Draghi, M.; Schulz, M. (2015). *Concluir a União Económica e Monetária Europeia*. Bruxelas: Comissão Europeia.
- Kaldor, N. (1978). "The effect of devaluations on trade in manufactures". In *Further Essays on Applied Economics*. London: Duckworth (99-118).
- Krugman, P. (2009). *O Regresso da Economia da Depressão e a Crise Actual*. Lisboa: Editorial Presença.
- Lagoa, S.; Leão, E.; Mamede, R.; Barradas, R. (2014). "Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of Portugal", *FESSUD Studies in Financial Systems No 24*.
- Mamede, R. (2014). "Financial (in)stability and industrial growth: the cases of Italy and Portugal". *Working Paper do Dinâmia-CET 11/2014*.
- Mamede, R. (2015). *O Que Fazer Com Este País*. Lisboa: Marcador.
- Mamede, R.; Lagoa, S.; Leão, L.; Barradas, R. (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.

- Marzinotto, B. (2011). "Current account imbalances: the role of competitiveness and of financial sector dynamics", *The 2011 TGAE Report*, Notre Europe, pp. 91-96.
- Padoa-Schioppa, T. (1987). *Efficiency, stability, and equity: a strategy for the evolution of the economic system of the European community*, European Commission.
- Pagano, M. (2010). "Fiscal crisis, contagion, and the future of euro". VoxEU.org, 15 de Maio.
- Rodrigues, J.; Teles, N.; Santos, A.C. (2016). *A Financeirização do Capitalismo em Portugal*. Coimbra: Actual Editora.
- Schumpeter, J. A. (1942). *Socialism, capitalism and democracy*. Harper and Brothers.
- Shambaugh, J. C. (2012). "The Euro's three crises". *Brookings papers on economic activity*, 2012(1), 157-231.
- Sinn, H. W. (2014). *The Euro trap: on bursting bubbles, budgets, and beliefs*. Oxford: OUP.
- Stiglitz, J. (2016). *O Euro. Como uma Moeda Comum Ameaça o Futuro da Europa*. Lisboa: Bertrand Editora.
- Storm, S; Naastepad, C. W. M. (2015). "Europe's Hunger Games: Income Distribution, Cost Competitiveness and Crisis". *Cambridge Journal of Economics* 39 (3), 867-870.
- Turner, P. e Van 't dack, J. (1993). "Measuring international price and cost competitiveness". *Bank for International Settlements Economic Papers n°39*.
- van Apeldoorn, B. (2013). "The European capitalist class and the crisis of its hegemonic project". *Socialist Register* 50(50), pp. 189-206.
- Vários Autores (2013). *Que Fazer com este Euro? Portugal na Tragédia Europeia*. Lisboa: Edições 70.
- Veld, J. (2013). "Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core". *EcFin Economic Papers* 506. European Commission.