



**LISBOA  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT**

**MESTRADO**  
**ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS EUROPEUS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**A CRISE ECONÓMICA NA ARGENTINA NO INÍCIO DO SÉCULO XXI:  
LIÇÕES PARA PORTUGAL?**

**JOANA BEATRIZ BELARD FRAZÃO E ALBUQUERQUE FERREIRA**

**OUTUBRO – 2014**



**LISBOA  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM  
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS EUROPEUS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO  
DISSERTAÇÃO**

**A CRISE ECONÓMICA NA ARGENTINA NO INÍCIO DO SÉCULO XXI:  
LIÇÕES PARA PORTUGAL?**

**JOANA BEATRIZ BELARD FRAZÃO E ALBUQUERQUE FERREIRA**

**ORIENTAÇÃO:**

**PROFESSOR DOUTOR HORÁCIO FAUSTINO**

**OUTUBRO – 2014**

## **AGRADECIMENTOS**

Um simples agradecimento é pouco por todo o apoio que me deram não só durante a realização deste trabalho, mas também durante todo o Mestrado nos últimos dois anos.

Aos meus pais, pois sem eles nada disto teria sido possível. Ficar-lhes-ei eternamente agradecida por terem acreditado em mim e por me terem dado esta oportunidade.

Ao meu Orientador Horácio Faustino pela ajuda, dedicação e compreensão durante todo o processo de realização da dissertação. Não foi fácil, mas juntos conseguimos um bom trabalho.

Ao Professor Pedro Leão que me permitiu descobrir o caso inspirador da economia Argentina, que mais tarde viria a ser o tema desta dissertação. Aos Professores Joaquim R. Silva, António Mendonça, Brandão de Brito, João C. Lopes, António G. Soares, José Zorro Mendes, João Dias, José M. Barata, Vítor Magriço, Vítor Escária e Joana P. Leite por todos os ensinamentos. Por terem mudado a minha forma de ver o mundo.

Ao Professor Frederico G. Jayme Jr. que, mesmo estando do outro lado do oceano, se prontificou a ajudar-me quando mais precisei.

Ao Rodolfo por ter sido o meu maior companheiro de luta neste desafio, pelo constante ânimo e motivação, por me apoiar incondicionalmente sem nunca esperar nada em troca.

A toda a minha família e amigos um grande obrigada por todo o apoio, especialmente à Caetana que desde sempre foi a maior entusiasta pelo meu Mestrado e pelo tema escolhido.

# ÍNDICE

---

Resumo.....	5
<b>1. Introdução.....</b>	<b>7</b>
<b>2. <i>Survey</i> sobre política orçamental e cambial e zonas monetárias.....</b>	<b>9</b>
2.1. Política Orçamental: o Estado e o seu papel no funcionamento da Economia....	9
2.2. Política Cambial.....	10
2.3. Teoria das Zonas Monetárias Óptimas: um sonho difícil de concretizar.....	16
<b>3. Indicadores e Bases de dados.....</b>	<b>21</b>
<b>4. A Economia Argentina antes e depois da crise de 2001.....</b>	<b>23</b>
4.1. Contextualização da economia Argentina antes de 2001: o regime de estabilização cambial.....	23
4.2. Depois da crise: a nova orientação política.....	28
4.3. Principais indicadores.....	29
<b>5. A Economia Portuguesa e economia Alemã em comparação: duas faces da     mesma moeda.....</b>	<b>34</b>
5.1. Principais indicadores.....	34
<b>6. Análise Comparativa.....</b>	<b>38</b>
<b>7. Conclusão.....</b>	<b>40</b>
<b>Referências Bibliográficas.....</b>	<b>42</b>
<b>Anexos.....</b>	<b>47</b>

## **RESUMO**

Apesar do sucesso das políticas impostas para reduzir a inflação em 1991, a vulnerabilidade externa da economia Argentina e os restantes indicadores macroeconómicos revelaram a insustentabilidade do programa a médio prazo. Uma década mais tarde, a mudança do rumo da economia argentina foi inevitável. Depois da desvalorização cambial em 2002, registou-se uma rápida recuperação e, a partir daí, um crescimento económico sustentável e intenso. As crises Argentina e Portuguesa têm como principais causas fatores de natureza sistémica. Contrastando com a teoria imposta pelas autoridades competentes de que a irresponsabilidade orçamental foi o embrião daquele que viria a ser o episódio mais dramático das duas economias, ambos os casos revelaram semelhanças no período antes da crise difíceis de refutar: um sistema financeiro frágil em regime de câmbios fixos sobrevalorizados e entradas de capitais massivas associadas a défices da Balança Corrente. Tendo em conta a experiência Argentina e o falhanço das políticas de austeridade em ambos os países, Portugal deve ter em atenção a estratégia de crescimento e emprego apresentada e rever os seus modelos de recuperação neoliberais.

**Palavras-chave:** Argentina; Portugal; Zona monetária ótima; Política orçamental; Taxa de câmbio; Política cambial; Desemprego; Inflação.

## **ABSTRACT**

Despite the success of the economic policies imposed in 1991 to reduce inflation, the external vulnerability of the Argentine economy and other macroeconomic indicators have revealed the unsustainability of that program in the medium-term. A decade later, a change of direction in the Argentine economy was inevitable. After the devaluation in 2002, Argentina registered a quick recovery and, thereafter, a sustainable and intense economic growth. The main reasons behind the Argentinean and Portuguese crises are

factors of systemic nature. In spite of the theory imposed by the competent authorities, that fiscal irresponsibility was the main culprit of what was to prove to be the most dramatic episode of both economies, both cases revealed similarities which are difficult to refute, in the period before the crisis: a fragile financial system in an overvalued fixed exchange rate regime and massive capital inflows associated with deficits in the Current Account. Given the Argentine experience and the failure of austerity policies in both countries, Portugal must take into account the strategy for growth and employment submitted and revise their models of neoliberal recovery.

**Key-words:** Argentina; Portugal; Optimum currency area; Fiscal policy; Exchange rate; Exchange rate policy; Unemployment; Inflation.

## 1. Introdução

---

A Argentina surpreendeu o mundo ao resistir ao contágio da crise mundial, iniciada em 2007 com a queda do *Lehman Brothers*. Esta resistência foi testada, involuntariamente, durante esse episódio e acabou por demonstrar que nenhuma economia emergente, pelo menos dentro da América do Sul, sofreu qualquer tipo de crise financeira, revelando a decrescente vulnerabilidade externa proveniente de mudanças no panorama macroeconómico vividas na década de 2000 (Damill & Frenkel, 2012). Assistiu-se a três episódios fundamentais no panorama internacional que revelariam os resultados deste novo rumo: em primeiro lugar, a crise de 1997-98 no sudeste asiático e na Rússia, e o seu consequente contágio; depois, o aumento significativo dos preços das mercadorias a nível mundial, em 2003; e, finalmente, a crise económica que abalou o mundo em 2007 (Damill & Frenkel, 2012).

No entanto, não devemos ignorar os problemas provenientes da principal estratégia da economia Argentina nos últimos anos. Em conjunto com as políticas monetárias, orçamentais e salariais expansionistas, a subida de preços internacionais de bens alimentares provocou um novo aumento de inflação. Nesse momento, as autoridades Argentinas esqueceram as políticas necessárias para combater a inflação (opostas às anteriormente estabelecidas no combate ao desemprego) e, em vez disso, optaram por manipular o índice de preços no consumidor (IPC) desde 2007. A sua credibilidade caiu por terra e deixou de ser utilizada para cálculo de qualquer variável em termos reais. Este fenómeno acabaria por levar a uma nova fuga de capitais (Damill, Frenkel & Rapetti, 2014). Ainda assim, o desempenho notável da economia Argentina no período pós-2002 pode servir de exemplo a países como Portugal que se encontram presos a políticas de

austeridade no quadro de uma zona monetária (ZM), a Zona Euro (ZE), que está muito longe de ser uma zona monetária ótima (ZMO).

Utilizando como referência a crise económica que abalou a Argentina no início do século XXI, pretendo expor, ao longo deste texto, o contraste entre as políticas económicas implementadas antes do culminar da crise e a nova orientação económica pós-2002, que acabaria por permitir um desempenho invejável por parte da economia Argentina, pelo menos, até 2009. Entre 2003 e 2008 a Argentina apresentou *superávits* tanto no saldo orçamental como no saldo da balança corrente, situação que se deterioraria com a crise global de 2008-2009 (Damill & Frenkel, 2012). Para este efeito, a dissertação dá um especial destaque à análise de dados estatísticos referentes tanto à economia Argentina como às economias Portuguesa e Alemã (para que haja termos de comparação dentro da ZE), com o objetivo de evitar conclusões de natureza subjetiva.

A restante dissertação está estruturada da seguinte forma. No capítulo 2, exponho alguns fundamentos macroeconómicos essenciais para a compreensão dos efeitos das políticas macroeconómicas antes e depois da década de 2000, nomeadamente a política orçamental e cambial e de uma forma sintética os custos e benefícios da adesão a uma ZM, como é o euro, e as condições para que uma ZM seja ótima. No capítulo 3, apresentam-se as bases de dados empíricos consultadas revelando, também, os principais indicadores macroeconómicos que serão utilizados na análise das economias Argentina, Portuguesa e Alemã. O capítulo 4 faz a análise da Economia Argentina antes e depois da crise de 2001. No capítulo 5 faz-se uma análise das economias Portuguesa e Alemã. No Capítulo 6 faz-se uma análise comparativa entre os casos Argentino e Português e, por fim, no capítulo 7 apresentamos as nossas principais conclusões.

## **2. Survey sobre política orçamental e cambial e zonas monetárias**

---

### **2.1. POLÍTICA ORÇAMENTAL – O ESTADO E A SUA RESPONSABILIDADE NO FUNCIONAMENTO DA ECONOMIA**

O Estado é um agente económico importante que intervém no mercado de modo a tentar corrigir as suas imperfeições, permitindo que as famílias tenham maior proteção nos tempos mais difíceis, tanto a nível do emprego como na estabilidade dos preços (Krugman & Wells, 2009). Os instrumentos normalmente escolhidos passam por alteração de receitas, através dos impostos, e despesas, através dos gastos públicos e transferências, com o objetivo de manter a economia num nível saudável e estável. Estes instrumentos, o modo como são implementados e a reação por parte dos outros agentes desempenham um papel fundamental na sustentabilidade da economia e na atenuação de desequilíbrios graves que possam surgir com as flutuações frequentes dos ciclos económicos (Krugman & Wells, 2009; Krugman, 2012).

### **POLÍTICA ORÇAMENTAL EXPANSIONISTA *VERSUS* POLÍTICA ORÇAMENTAL CONTRACIONISTA**

Recorrendo ao conceito de rendimento disponível fica mais fácil perceber a relação entre a política orçamental e as componentes do Produto Interno Bruto (PIB) na ótica da despesa. A verdade é que se os impostos aumentarem, as famílias terão menos dinheiro para os diferentes tipos de consumo (bens ou serviços) diminuindo também os investimentos das empresas em novos projetos, já que estas não têm expectativas de vender no futuro. Por outro lado, se houver um aumento de subsídios e uma diminuição

de impostos, o consumidor aumentará os seus gastos, pois tem uma maior percentagem de rendimento disponível para o fazer (Krugman & Wells, 2009).

Como se pode verificar na Tabela I (ver Anexo I, Tabela I) o Estado, mesmo que indiretamente, exerce um grande peso nos estímulos enviados aos restantes agentes económicos e as suas opções na política orçamental têm efeitos na curva da procura agregada (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009).

Note-se que as políticas utilizadas na luta contra o desemprego são exatamente as opostas às utilizadas quando se pretende estabilizar o nível de preços. Apesar das visíveis vantagens no que toca à intervenção por parte do Estado na economia quando esta apresenta desequilíbrios, a controvérsia quanto à utilização destes instrumentos é grande, principalmente com o neoliberalismo bem presente nas instituições internacionais que servem de exemplo para muitos países (Krugman, 2012). Este fenómeno tem como principal causa o facto de os efeitos da política orçamental poderem levar meses/anos a produzir-se e a economia poder já estar no caminho da recuperação quando estes se concretizam, acabando por ser contraproducentes: o instrumento utilizado voltaria a desequilibrá-la (Samuelson & Nordhaus, 1998).

Ainda assim, esta pode e deve ser utilizada – quando necessário – considerando não apenas a sua direção, mas, também, a intensidade com que vai ser implementada (Krugman, 2012)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Para consultar informação adicional acerca do papel do multiplicador e dos estabilizadores automáticos consultar Anexo II. Para consultar informação adicional acerca do saldo orçamental e do perigo dos défices excessivos consultar Anexo III.

## 2.2. POLÍTICA CAMBIAL

A taxa de câmbio é um instrumento importante para o reequilíbrio da balança de pagamentos<sup>2</sup>. É determinada no mercado cambial onde as transações internacionais são efetuadas e as moedas dos vários países são trocadas (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009). Variações nas taxas de câmbio, mantendo as outras variáveis constantes, afetam o preço relativo dos bens, serviços e ativos dos diferentes países. O que determina o valor da taxa de câmbio é a quantidade oferecida e procurada de uma determinada moeda no mercado cambial (Krugman & Wells, 2009).

Supondo que, devido a uma alteração nas preferências dos investidores europeus, os fluxos de capital<sup>3</sup> da Europa para os Estados Unidos aumenta, isso significa que há um aumento de procura de dólares americanos no mercado cambial, já que os investidores europeus converterão os seus euros em dólares de modo a financiar os seus novos projetos de investimento nos EUA. O dólar vai apreciar-se e a quantidade de euros necessária para trocar por uma unidade de dólar no ponto de equilíbrio da taxa de câmbio vai aumentar (Krugman & Wells, 2009). Podemos, então, concluir que um crescimento na quantidade procurada de uma moeda provoca, no mercado cambial, uma apreciação da mesma relativamente a outras moedas.

---

<sup>2</sup> A balança de pagamentos de um país representa toda e qualquer transação realizada entre os residentes desse país e o resto do mundo. Por definição, e em termos contabilísticos, devido ao método das partidas dobradas, o saldo da Balança de Pagamentos é sempre nulo, já que todos os movimentos a débito terão uma contrapartida a crédito (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Obstfeld, 1999). O que nos interessa, pois, são os saldos parciais da Balança de Pagamentos, como é o caso, por exemplo, da Balança Corrente (e anteriormente da Balança de Transações Correntes que somava a Balança de Bens e Serviços, A Balança de Rendimentos e as Transferências Unilaterais).

<sup>3</sup> Para consultar informação adicional acerca dos efeitos dos fluxos de capital sobre a taxa de juro ver Anexo IV.

Isto torna-se importante para a compreensão dos efeitos que uma entrada de fluxos de capital tem na balança de pagamentos, nomeadamente na balança corrente – cuja componente principal é a balança de bens e serviços. A alteração da taxa de câmbio nominal provoca uma alteração na competitividade do país, medida pela taxa de câmbio real (TCR): taxa de câmbio nominal ponderada pelo índice de preço relativo dos dois países (Krugman & Obstfeld, 1999).

Com a apreciação de uma determinada moeda devido ao aumento da procura, os preços relativos de bens, serviços e ativos desse país aumentarão o que provocará uma queda nas exportações e aumento de importações vindas do exterior. Isto terá como consequência inevitável a diminuição do saldo da balança corrente (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Obstfeld, 1999).

O valor da taxa de câmbio nominal desempenha um papel fundamental no nível de preços tanto das importações como das exportações. Em economias abertas, em que as importações e as exportações representam uma grande percentagem do PIB, as variações na taxa de câmbio afetam também o nível de preços e do produto (Krugman & Wells, 2009).

A taxa de câmbio é o principal preço que os bancos centrais têm o poder de afetar diretamente através da política cambial. Ainda assim, é importante mencionar as limitações que a orientação política terá consoante os regimes cambiais vigentes nas suas economias. Apesar de não serem as únicas possibilidades, todas as outras variam entre o regime de câmbios fixos e o regime de câmbios flexíveis.

## **REGIME DE CÂMBIOS FIXOS E ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL NO MERCADO CAMBIAL**

Muitos são os governos que optam por fixar a sua taxa de câmbio num determinado valor independentemente de este estar acima ou abaixo do suposto valor de equilíbrio (Krugman & Wells, 2009). Os países que adotam este regime são, na sua grande maioria, aqueles onde se registaram no passado taxas de inflação elevadas e, conseqüentemente, graves desequilíbrios económicos. Estes países ambicionam duas coisas: ter a certeza acerca do valor futuro de uma determinada moeda, de forma a proporcionar um ambiente seguro para os vários agentes e evidenciar a capacidade do país para apresentar uma determinada orientação na escolha de políticas anti-inflacionistas (Krugman & Wells, 2009).

Para manter a taxa de câmbio acima do seu valor de equilíbrio o Banco Central (BC) tem três opções (Krugman & Wells, 2009): (i) intervir no mercado cambial, comprando a sua própria moeda. Para isso, o BC tem de dispor de reservas estrangeiras, normalmente dólares ou euros; (ii) tentar deslocar as curvas da oferta e da procura de moeda no mercado cambial através da alteração da política monetária estabelecida. Por exemplo, o governo pode optar por aumentar a taxa de juro do seu país de modo a atrair novos fluxos de capital, aumentando a procura da moeda, o que vai levá-la a revalorizar-se; (iii) impor controlos cambiais, de forma a reduzir a oferta de moeda nacional.

Se o BC quiser manter a taxa de câmbio abaixo do seu valor de equilíbrio pode utilizar os três instrumentos acima referidos, mas na direção oposta.

Em qualquer uma das situações descritas, as soluções parecem de simples implementação. No entanto, estas podem vir a acarretar os seguintes efeitos nocivos para a economia (Krugman & Wells, 2009): (i) de modo a estabilizar a taxa de câmbio através

da intervenção no mercado cambial, o país tem de conservar quantidades enormes de reservas estrangeira; (ii) quando o valor da taxa de câmbio tiver de ser mantido através da variação da taxa de juro, o BC tem de ter em consideração os diferentes objetivos da política macroeconómica: manter a taxa de inflação baixa pressupõe um aumento da taxa de juro para diminuir a procura. Por outro lado, para relançar o emprego numa situação de crise económica isso implica uma taxa de juro baixa; (iii) se o governo optar por impor controlos cambiais, surgirão desincentivos ao comércio.

Manter a taxa de câmbio fixa tem sido um compromisso difícil de cumprir. Muitos foram os países que se viram obrigados a aderir ao regime de câmbios flexíveis. Outros acabaram por alterar a sua taxa de câmbio alvo. Estes ajustamentos, desvalorização e revalorização, são extremamente comuns e podem ser utilizados de modo a redirecionar a política macroeconómica, quando os agentes enfrentam um período recessivo ou uma inflação descontrolada. A desvalorização, ao aumentar as exportações e diminuir as importações, vai estimular a procura agregada numa economia, reduzindo ou até mesmo eliminando a recessão económica, embora possa provocar o aumento da inflação. A revalorização terá o efeito oposto: diminuir a procura agregada, embora estabilize e reduza a inflação (Krugman & Wells, 2009).

#### **REGIME DE CÂMBIOS FLEXÍVEIS E A SUA ATUAÇÃO FACE A CHOQUES EXTERNOS**

Nem todos os choques são originados por desequilíbrios na economia interna. Hoje, mais do que nunca, os choques sentidos num determinado país podem ser oriundos de uma recessão económica registada noutra economia que acaba por contagiar todos os seus parceiros económicos. As exportações de um país correspondem às importações de outro, e vice-versa. Desta forma, o contágio torna-se inevitável. Também as variações na

procura agregada afetam a procura de bens e serviços tanto dentro do território como fora dele (Krugman & Wells, 2009).

Até aqui, temos estado a analisar com mais ênfase a atuação de um determinado BC num mercado cambial, sob regime de câmbios fixos. Veremos então o que acontece quando se permite a flutuação da moeda. Neste caso, o BC tem autonomia suficiente para a tomada de decisões no âmbito da política monetária, através da alteração da taxa de juro (taxa diretora para os juros praticados nos restantes bancos do sistema bancário).

Por exemplo, depois de o BC reduzir a taxa de juro, os investidores locais deslocam os seus capitais para o exterior, comprando mais moeda estrangeira e vendendo mais moeda doméstica o que aumenta a oferta desta última. Simultaneamente, os investidores estrangeiros restringem a quantidade de capital enviada para esta economia, reduzindo também a procura de moeda doméstica. Estes fenómenos conduzem à depreciação da moeda, alterando o ponto de equilíbrio no mercado cambial (Krugman & Wells, 2009). A depreciação tem então um papel fundamental nesta economia através do aumento de exportações e diminuição de importações.

Podemos então retirar duas importantes conclusões desta análise quanto às diferentes orientações de política monetária num contexto de regime de câmbios flexíveis:

- Uma redução da taxa de juro origina expansão do investimento e do consumo dos diferentes agentes económicos. Além disso, o estímulo da procura agregada através da depreciação da moeda melhora o saldo da balança corrente e um novo aumento da procura agregada. É uma estratégia sustentável para atenuar os choques de uma recessão económica (Krugman & Wells, 2009);

- Um aumento da taxa de juro terá os efeitos contrários na economia. É o instrumento ideal para combater as altas taxas de inflação que poderão estar presentes em economias que deixam a sua moeda flutuar livremente (Krugman & Wells, 2009).

A intensidade do impacto de choques externos dependerá do regime de taxa de câmbios estabelecido. Por exemplo, se um país enfrenta uma recessão económica, temos a consequente queda das exportações o que leva a uma diminuição na quantidade procurada da moeda dessa economia no mercado cambial. Teremos duas hipóteses (i) intervenção do Estado no mercado cambial, em regime de câmbios fixos; (ii) depreciação da moeda, em regime de câmbios flexíveis. A grande virtude das taxas de câmbio flexíveis é o seu papel fundamental na estabilização macroeconómica, ao isolar as suas economias de recessões originadas no exterior. O ganho de competitividade devido à alteração da TCR leva ao crescimento da produção e do emprego, reduzindo, assim, as condicionantes externas (Damill & Frenkel, 2012).

### **2.3. TEORIA DAS ZONAS MONETÁRIAS ÓTIMAS: UM SONHO DIFÍCIL DE CONCRETIZAR**

As ZMO correspondem a regiões com economias intensamente integradas não só pelo comércio de bens e serviços, como também pela mobilidade dos fatores de produção (trabalho e capital). A ZM completa pode assumir a forma de zona de moeda única, como sucede no caso da ZE. Espera-se que os custos de um país ao aderir a uma ZM completa sejam inferiores aos seus benefícios. Como iremos ver, isso depende muito do grau de integração das economias que fazem parte da ZM.

É este grau de integração que vai determinar se um dado país está apto ou não a ingressar numa ZM. Para isto, é essencial que se faça um balanço dos benefícios e dos custos que

podem ser sentidos ao perder a autonomia monetária e cambial. O país em questão estará disposto a sacrificar os poderes de estabilização que dispõe (política cambial e o seu instrumento da desvalorização competitiva em situação de crise económica; e a política monetária, através da alteração da taxa de juro – diminuição da taxa de juro na situação de crise económica) em troca da possibilidade de obter ganhos de eficiência, estabilidade dos preços e credibilidade aos olhos do resto do mundo (Krugman & Obstfeld, 1999).

### **CONDIÇÕES PARA QUE UMA ZONA MONETÁRIA SEJA ÓTIMA**

A hipótese do modelo de Ricardo das vantagens comparativas (comum aos modelos neoclássicos do comércio internacional) é a de que os fatores de produção se movem dentro do país, mas não entre países (Krugman & Obstfeld, 1999; Samuelson & Nordhaus, 1998; Mundell, 1961). O comércio seria um substituto perfeito para esta imobilidade internacional dos fatores. Se, pelo contrário, estivermos na presença de uma elevada migração tanto a nível nacional, como a nível internacional, então faz sentido a combinação de pequenos grupos de países em regiões económicas e a integração monetária (Mundell, 1961). O grau de integração mínimo que permite a um país aderente à ZM minimizar os custos e maximizar os benefícios não é conhecido e as opiniões divergem. Em condições de pouca mobilidade do fator trabalho, o sistema de câmbios flexíveis seria mais eficaz na manutenção do equilíbrio da balança de pagamentos e da estabilidade interna (Meade, 1957). Ora numa ZM completa temos um situação de taxas de câmbio irrevogavelmente fixas, ou o caso extremo dos países abdicarem das suas moedas nacionais e adotarem uma moeda comum, como é o caso da ZE. Neste caso, a mobilidade internacional dos fatores é fundamental para que a ZM caminhe no sentido de ser uma ZMO. Por isso, há os que defendem que a implementação da moeda única induziria uma migração acrescida por parte dos trabalhadores e que facilitaria a tomada

de decisões políticas supranacionais no âmbito do emprego (Scitovsky *apud* Mundell, 1961).

É também essencial que o mercado de produtos entre os países aderentes esteja intensamente unificado e que o comércio entre os parceiros económicos tenha um peso elevado no Produto Nacional Bruto (PNB) de cada um. Ou seja, é fundamental que o padrão de especialização e de comércio dos países aderentes seja semelhante. Só assim se minimizarão os efeitos de choques assimétricos (Krugman & Obstfeld, 1999).

### **RELAÇÃO ENTRE BENEFÍCIOS E CUSTOS E O GRAU DE INTEGRAÇÃO ECONÓMICA**

Passa-se então a uma análise mais pormenorizada tanto dos benefícios (curva GG) como dos custos (curva LL) de uma ZMO dependendo da sua integração económica:

#### **CURVA GG (BENEFÍCIOS)**

A decisão de um país aderir a uma zona monetariamente estável é desde logo vantajosa em termos de inflação: as expectativas inflacionistas baixam devido a uma cultura de uma maior disciplina anti-inflacionista (Krugman & Obstfeld, 1999; Himelfarb, 1994). A curva GG é positivamente inclinada refletindo esses benefícios que serão tanto maiores quanto maior for o grau de integração económica do país. O país integrante terá mais facilidade em manter uma inflação baixa se a sua economia estiver estreitamente ligada à economia da ZM.

O grande benefício que advém deste tipo de adesão é um ganho de eficiência monetária. Mais precisamente, o país que integra a zona de câmbios fixos passa a poupar os custos de transações nas diferentes moedas e diminui a incerteza que faz parte de um sistema de câmbios flexíveis. Este ganho também crescerá se os fatores de produção puderem migrar

livremente entre o país aderente e a área monetária a que quer pertencer. Isso é, também, essencial para o aumento de investimento.

Podemos então concluir que quanto maior a integração económica dos mercados de bens, serviços e de fatores, maior será o ganho de eficiência monetária do país integrante ao aderir à zona de moeda única

#### CURVA LL (CUSTOS):

Um país que adere a uma ZM perde as suas políticas monetária e cambial que têm como principal função proteger o país de possíveis recessões ou crises inflacionistas. Estas decisões passam a ser tomadas no campo supranacional. Isto mostra a evidente desvantagem de manter a taxa de câmbio fixa (ou de se ter perdido a moeda nacional, como sucede na ZE) quando se revela urgente estabelecer políticas de curto-prazo com o objetivo de atenuar os efeitos negativos da diminuição da procura agregada (Friedman, 1953; Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Obstfeld, 1999).

É possível identificar novamente os fatores que farão com que a intensidade dos custos variem consoante o nível de integração dos países. Por exemplo, quando se regista uma queda acentuada na procura de um dado país pertencente a uma zona de moeda única, e os seus parceiros não sofrem o mesmo choque, o BC não poderá estimular a procura nesse país sem afetar os outros parceiros económicos. (Mundell, 1961; Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Obstfeld, 1999). Assim, podemos concluir que quanto maior a integração dos mercados dos países, menor será o custo do ajustamento quando os parceiros enfrentam choques assimétricos. Por dois motivos: (i) quando cai a procura num só país, a forte integração fará com que a redução dos preços origine um maior consumo de produção interna por parte dos seus parceiros; (ii) quando os mercados de trabalho e

de capital estão muito integrados, tanto os desempregados como o capital doméstico poderão migrar para os seus vizinhos a fim de atenuar o aumento de desemprego e a queda de investimento que poderão surgir depois de uma recessão.

Assim, quanto maior for a integração económica menor será a perda de estabilidade do país integrante, ou seja, menores serão os custos em aderir à moeda única.

CURVAS GG E LL: O QUE TERÁ MAIS PESO, OS BENEFÍCIOS OU OS CUSTOS?

Como se pode observar pela Figura 1 (ver Anexo I, Figura 1), em que a *curva GG* representa os benefícios e a *curva LL* os custos de um determinado país ao aderir à ZM, apenas será compensatório aderir à ZM pretendida se, e só se, o grau de integração dos seus mercados apresentar valores iguais ou acima de  $\theta_1$  (nível mínimo de integração económica necessário). Quanto maiores os benefícios em relação aos custos, mais vantajoso será no futuro pertencer à ZM.

Na figura 2 (ver Anexo I, Figura 2) realça-se o efeito que um deslocamento para a direita da curva dos custos tem na variação do grau de integração mínimo exigido para se fazer a adesão. O deslocamento para cima da curva dos custos faz com que, qualquer que seja o nível de integração, haja perdas que de outra forma, em regime de câmbios flexíveis, não haveria: a instabilidade do desemprego e dos níveis de produção tornam-se parte de uma realidade mais difícil de eliminar no curto prazo quando se está na ZM.

Uma deslocação da *curva LL* para *LL'*, exige que o nível mínimo de integração passe de  $\theta_1$  para  $\theta_2$ , de forma a manter o equilíbrio entre custos e benefícios. É então necessário um nível muito superior de ganhos de eficiência económica para que se possa compensar as perdas de instrumentos de estabilidade que o país terá, se abandonar o regime de câmbios flexíveis.

### 3. Indicadores e Bases de dados

Não foi possível limitar a pesquisa dos dados estatísticos a apenas uma base de dados, visto não existir uma que englobe todos os elementos necessários à análise pretendida. As bases de dados consultadas foram: *World Economic Outlook Database*, *International Financial Statistics and data files* e *Balance of Payments database* do Fundo Monetário Internacional (IMF); *International Debt Statistics*, *Migration and Remittances Factbook 2011* e *Global Bilateral Migration* do Banco Mundial (WB); *BIS effective Exchange rate indices* do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS); *AMECO* da Comissão Europeia (CE); *BP Stats – Estatísticas On-line* do Banco de Portugal (BP); e, finalmente, *Economic Indicators and Statistics* da Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPALSTAT).

Indicadores	Descrição	Base de Dados
Crescimento do PIB <sup>a</sup>	Variação percentual; Em preços constantes.	WEO Database (IMF)
PIB <i>per capita</i> <sup>a</sup>	Moeda local; PIB dividido pela quantidade de habitantes de um país; Mede o bem-estar de um país.	
Inflação <sup>a</sup>	Variação percentual do índice de preços no consumido.	
Desemprego <sup>a</sup>	Em % da população ativa.	
Despesa total do Governo <sup>a</sup>	Em % do PIB; Despesa total e aquisição líquida de ativos não financeiros por parte do Estado.	
Receitas fiscais <sup>a</sup>	Em % do PIB; Impostos, contribuições sociais, subvenções a receber e outras receitas do Estado.	
Dívida Pública <sup>a</sup>	Em % do PIB; Todos os passivos que exigem o pagamento (mais juros) por parte dos devedores aos credores numa data futura.	
Saldo da Balança Corrente <sup>a</sup>	Em % do PIB; Contabiliza todas as transações de bens, serviços, rendimentos e transferências de uma economia com o exterior.	

<b>Total de reservas internacionais (incluindo ouro) <sup>b</sup></b>	Em US\$ (para a Argentina) e em € (para Portugal);	<i>IFS and data files</i> (IMF); <i>BP Stats</i> (BP)
<b>Total de reservas internacionais <sup>b</sup></b>	Em % do <i>stock</i> da dívida externa;	<i>IDS</i> (WB); <i>BP Stats</i> (BP)
<b>Total dívida externa <sup>b</sup></b>	Em US\$ e em €; <i>Stock</i> de dívida externa.	<i>BP Stats</i> (BP); <i>ECLAC</i> (CEPALSTAT)
<b>Dívida externa <sup>d</sup></b>	Em % do PIB.	<i>ECLAC</i> (CEPALSTAT)
<b>Taxa de câmbio real efetiva (2010=100) <sup>a</sup></b>	Baseada no IPC; Preço relativo dos produtos estrangeiros em relação aos produtos nacionais; Indicador de competitividade.	<i>EERI</i> (BIS)
<b>Taxa de juro real (curto-prazo) <sup>b e</sup></b>	Variação percentual; Equivale à taxa de juros de empréstimos, mas ajustada através da inflação.	<i>IFS and data files</i> (IMF); <i>AMECO</i> (CE)
<b>IDE, <i>net inflows</i> <sup>b</sup></b>	Em US\$; Novos fluxos de investimento por parte de investidores estrangeiros.	<i>BoP database</i> (IMF)
<b>Migração bilateral <sup>c</sup></b>	Milhares de pessoas; Mobilidade do fator trabalho.	<i>MRF 2011</i> e <i>GBM</i> (WB)
<b>Exportações de bens <sup>c</sup></b>	Em %; Intra e extra Zona Euro, e por parceiro económico.	<i>BP Stats</i> (BP)
<b>Importação de bens <sup>c</sup></b>	Em %; Intra e extra Zona Euro, e por parceiro económico	

<sup>a</sup> Dados referentes a Argentina, Alemanha e Portugal;

<sup>b</sup> Dados referentes a Argentina e Portugal.

<sup>c</sup> Dados referentes a Portugal.

<sup>d</sup> Dados referentes a Argentina.

<sup>e</sup> Valores mensais. Todas as outras variáveis apresentam dados anuais.

## **4. A economia Argentina antes e depois da crise de 2001**

---

### **4.1. CONTEXTUALIZAÇÃO DA ECONOMIA ARGENTINA ANTES DE 2001: O REGIME DE ESTABILIZAÇÃO CAMBIAL**

A Argentina tem sido, nos últimos trinta anos, palco de fortes crises económicas. Apesar de terem sido recorrentes, a origem do problema é ainda controversa. Sabe-se, no entanto, que neste país, as crises financeiras dos anos 90 e 2001-02 foram precedidas por pacotes de estabilização cambiais, implementados para combater as elevadas taxas de inflação que haviam surgido na região depois do colapso das suas políticas populistas do início dos anos 70 (Himelfarb, 1994; Damill, Frenkel & Rapetti, 2011; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014). Estes programas de estabilização cambial foram implementados, sob a tutela do Fundo Monetário Internacional (FMI) e chefia do Ministro da Economia Domingo Cavallo, num contexto em que se registavam, entre outras, políticas de liberalização das balanças corrente e de capital, desregulação dos mercados financeiros domésticos e privatizações das empresas estatais (Himelfarb, 1994; Solanas, 2004; Damill, Frenkel & Rapetti, 2011; Damill & Frenkel, 2012; Damill, Frenkel & Simpson, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2013; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014).

Para que este instrumento fosse viável, a orientação política dos anos 90 teria de passar por uma convertibilidade total da moeda, em que qualquer transação pudesse ser realizada tanto em pesos como em dólares (Himelfarb, 1994). A dolarização da economia Argentina foi inevitável dentro deste regime e o BC estava proibido por lei de emitir moeda com o objetivo de financiamento dos défices públicos. De modo a estimular novos investimentos, a liberalização do comércio e do investimento direto estrangeiro (IDE) foram requisitos obrigatórios para o pacote de estabilização implementado.

Simultaneamente, o Estado passou a desempenhar novas funções. O plano da desregulação da economia incidiu sobre a eliminação dos principais mecanismos do Estado: anulação do controlo de produção, de circulação e distribuição de bens básicos por parte das autoridades Argentinas, entre outros (Himelfarb, 1994).

Em conjunto com o pacote de estabilização, o BC anunciou a execução das *tablitas*, processo em que pré-anunciaria os valores que a taxa de câmbio nominal registaria no futuro, com o objetivo de direcionar as expectativas dos especuladores e investidores para a ideia de que os seus preços seriam estáveis, fazendo com que contratos futuros fossem celebrados. A credibilidade do anúncio seria fundamental para que se induzisse as expectativas na direção desejada e teria como pilar a austeridade orçamental (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

No entanto, a teoria e a prática tomaram rumos bem diferentes. Na verdade, os resultados esperados não se concretizaram: houve sim uma desaceleração da inflação, mas em proporções muito menores daquilo que foi idealizado. O facto de os preços dos bens transacionáveis ter diminuído de forma mais acelerada comparado com o preço dos não transacionáveis, levou a que a TCR se apreciasse (Ver Anexo V, Gráfico 6). Desta forma, a taxa de juro não diminuiu o suficiente para que os rendimentos entre os ativos domésticos e os estrangeiros se equilibrassem. Isto originou entradas massivas de capital, o que impulsionou, com o grande aumento de liquidez, o muito desejado crescimento económico (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011; Damill, Frenkel & Rapetti, 2013). Temos então, por um lado, a apreciação da TCR, e, por outro, a expansão económica. Esta combinação fez com que a economia da Argentina apresentasse grandes défices na balança corrente, o que de início foi compensado com as reservas estrangeiras acumuladas

pelo seu BC (ver Anexo V, Gráfico 5), já que a entrada de capital tinha muito mais peso do que esses défices incómodos (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

Seguiu-se outra fase expansionista, em que já era notória uma mudança de comportamento dos investidores: grandes aumentos das taxas de juro domésticas acompanhadas da atenuação das entradas de capital. O aumento do custo de capital em conjunto com a apreciação da TCR já mencionada levou a uma forte perda de rentabilidade das empresas produtoras de bens transacionáveis. Como principal resultado, a contração da atividade industrial levou a uma redução do emprego nesse sector, diminuindo ainda mais a entrada de capital. As taxas de juro cresceram ainda mais o que, por sua vez, aumentou o prémio de risco. Este efeito bola de neve torna-se perigoso quando, neste contexto, passa a existir uma ameaça real ao bom funcionamento do sistema bancário. As crises bancárias surgiram cerca de um ano antes do abandono do programa de estabilização cambial, devido à configuração macroeconómica perversa: o aumento da taxa de juro doméstica juntamente com uma taxa de câmbio sobrevalorizada (ver Anexo V, Gráficos 6 e 7) (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

Apesar dos seus fundamentos teóricos, a *tablita* mostrou-se ineficaz. A inflação não convergiu para os valores internacionais desejados: registou-se uma apreciação da TCR e assistiu-se a um aumento de prémio de risco (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

Muito se debateu sobre as possíveis causas. O colapso do regime de convertibilidade Argentino foi precedido por défices orçamentais persistentes. Aquilo que as autoridades argentinas e o FMI tentaram afirmar perante a opinião pública foi algo controverso. Mussa (2002), antigo diretor do departamento de investigação do FMI, sugeriu que a principal causa do colapso da economia Argentina foi a política orçamental expansionista

implementada sob um regime de câmbios fixos. No entanto, tanto Damill, Frenkel & Rapetti (2011) como Bagnai (2012), entre outros, mostram que existem razões mais plausíveis para explicar o fenómeno, já que ao contrário do que se diz, os números mostram que a despesa pública aumentou muito devido ao serviço da dívida e não devido à irresponsabilidade orçamental (Damill, Frenkel & Rapetti, 2012a). As causas seriam antes:

- Os efeitos desestabilizadores do regime de convertibilidade num sistema financeiro fragilizado;
- Os desequilíbrios na balança corrente ao reduzir as expectativas dos investidores quanto à manutenção do regime da taxa de câmbio.

Mais concretamente, os investidores sabiam que a sua exposição ao risco dependeria da variação da taxa de câmbio. O efeito da especulação financeira tornar-se-ia o verdadeiro problema: as entradas de capital que trouxeram liquidez para a economia começaram a gerar grandes aumentos na taxa de juro doméstica. O emprego e o produto cresceram exponencialmente, assim como a procura agregada e os preços dos bens não transacionáveis. (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011). Este comportamento dos agentes económicos corresponde às previsões presentes em vários modelos que nos mostram que se regista sempre um *boom* (tanto económico, como financeiro) antes de uma crise, aumentando a vulnerabilidade da economia no seu todo (Minsky, 1977; Mansori, 2011; Wolf, 2011; Krugman, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2012d; Bagnai, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2013).

O enfraquecimento do saldo da balança corrente tornou-se evidente (ver Anexo V, Gráfico 6), reduzindo a credibilidade do regime de taxa de câmbio adotado pelas

autoridades Argentinas. A probabilidade de desvalorização da moeda aumentou o prémio de risco ameaçando o equilíbrio do sistema financeiro doméstico, pois qualquer valor que tomasse a taxa de juro, já não conseguia atrair mais investimento. Com as condições macroeconómicas tão fragilizadas, o receio da fuga de capitais concretizou-se – também conhecido por Momento Minsky, é este o momento em que se regista uma interrupção imediata da entrada de fluxos de capital no país (Damill, Frenkel & Rapetti, 2013) –, obrigando o BC a abandonar o regime da taxa de câmbio. A Argentina assistiu, depois, a uma crise externa e financeira em que o contágio foi inevitável. Registou-se então uma forte redução do PIB (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

Podemos então nomear duas características principais: temos por um lado, implementação de programas de estabilidade cambial com uma moeda sobrevalorizada, e, por outro, liberalização das balanças corrente e de capital, levando ao aumento das fragilidades externas sob a forma de défices excessivos da balança corrente e acumulação de dívida externa (Ver Anexo V, Gráficos 4 e 6).

Mesmo quando em plena recessão, no ano 2001, o governo Argentino fez os cortes exigidos na despesa, o prémio de risco não deixou de aumentar. Pelo contrário. Tornar-se-ia numa situação insustentável a curto e a longo prazo, mas mesmo assim o próprio governo recusou alterar a taxa de câmbio, com o argumento de que os custos de uma desvalorização num país – em que a maior parte dos contratos foram celebrados em dólares, como mecanismo de defesa contra a inflação – seriam muito maiores do que os cortes brutais na despesa. A grande dependência externa acabou por se revelar perigosa no momento em que o país abandonou o regime de câmbios fixos: apesar de impreterível, o ajustamento cambial implicaria no curto prazo o incumprimento das dívidas pública e privada, a falência de grande parte das instituições financeiras do país e uma contração

económica severa, principalmente para a população Argentina que veria o desemprego aumentar massivamente. O medo era tanto, que o Presidente Fernando de la Rúa preferiu demitir-se a anunciar o abandono da taxa de câmbio fixa (Damill, Frenkel & Rapetti, 2011).

#### **4.2. DEPOIS DA CRISE: A NOVA ORIENTAÇÃO POLÍTICA**

Independentemente das políticas defendidas pelas instituições internacionais, as diretrizes adotadas nos anos 2000 pelo governo Argentino tinham como principais objetivos promover o crescimento e o emprego, a robustez das contas externas e a prevenção de crises face a choques externos. Para isso, foi necessário um conjunto de medidas que produzissem uma configuração macroeconómica sólida, o que proporcionou à economia Argentina uma melhoria nunca antes registada dos salários reais, emprego e distribuição do rendimento (Damill, Frenkel & Rapetti, 2014):

- Em primeiro lugar, uma TCR estável e competitiva<sup>4</sup> (estratégia *SCRER*), através de um regime cambial de flutuação administrada (ver Anexo V, Gráfico 6). Em 2001, cerca de 70% dos contratos financeiros estavam denominados em US\$, o que tornou o cenário de desvalorização real da moeda realmente perigoso. Se esta medida não tivesse sido acompanhada por outras compensatórias, o colapso do sistema bancário teria sido inevitável (Damill & Frenkel, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014). Foi o governo (com o BC já a desempenhar as suas funções de credor de última instância) que compensou as perdas registadas (Damill, Frenkel & Simpson, 2012);

---

<sup>4</sup> *Just as overvaluation hurts growth, so undervaluation facilitates it. For most countries, periods of rapid growth are associated with undervaluation.* (Rodrik, 2008)

- Uma geração de excedentes na balança corrente (ver Anexo V, Gráfico 5) e no saldo orçamental (Damill & Frenkel, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014);
- Uma acumulação de grandes quantidades de reservas internacionais (ver Anexo V, Gráfico 5), com o objetivo de permitir a intervenção discricionária por parte das autoridades monetárias competentes no mercado cambial quando a economia enfrentasse tanto períodos recessivos, como inflacionários (Damill & Frenkel, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014);
- A reestruturação da dívida pública realizada em 2005 (ver Anexo V, Gráfico 4) – o pagamento dos juros e dívidas contraídos até então já tinha sido suspenso em 2002, aquando a insolvência da economia. Esta foi uma medida fundamental que permitiu a consolidação macroeconómica pós-2002. Esta reestruturação incluiu um pesado corte no valor nominal da dívida que acabou por ser aceite por 76% dos detentores de obrigações Argentinas (Damill, Frenkel & Simpson, 2012; Damill & Frenkel, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2014);
- A implementação de um programa de emprego (ver Anexo V, Gráfico 2), que abrangeu cerca de dois milhões de famílias argentinas (Damill, Frenkel & Rapetti, 2014).

### **4.3. PRINCIPAIS INDICADORES**

Segundo o estudo de Damill & Frenkel (2012) – em que foi analisada a capacidade de resistência ao contágio da crise económica de 2007 por parte de 48 países em desenvolvimento (PVD) e 30 países desenvolvidos (PD) – os resultados mostram que os países menos afetados pela crise foram aqueles que registaram maiores taxas de crescimento prévias, menor endividamento de curto prazo, melhores resultados no saldo

da balança corrente e maiores reservas internacionais disponíveis. A Argentina inclui-se neste grupo.

Nos gráficos 1-7 (consultar anexo V) podemos encontrar alguns indicadores macroeconómicos que nos dão uma imagem clara das diferentes políticas impostas nos anos 90 e nos anos 2000.

Nos gráficos 1 e 2 estão representados o PIB, o PIB *per capita* e as taxas de inflação e desemprego entre 1991 e 2014. É de realçar, em primeiro lugar, a diminuição da vulnerabilidade financeira e a crescente resistência a choques externos registadas nos anos 2000, comparativamente ao que aconteceu nos anos 90 quando os efeitos das crises no México, em 1995, e no Sudeste asiático e Rússia, 1998/99, se fizeram sentir. Contrariamente ao que aconteceu nessa altura, em 2008/09 a Argentina registou uma queda do PIB menos abrupta e para valores positivos, recuperando no ano seguinte para os níveis de 2006. O PIB *pc* revela-nos, além disso, que houve um enriquecimento real e acentuado das famílias muito acima de qualquer valor registado nos anos 90. Note-se que os efeitos da crise argentina em 2001 revelaram uma regressão em termos *per capita* já que o seu valor voltou ao nível de 1991. Para este indicador a década de 90 foi uma década perdida.

Não pode ser negada a eficácia do programa de estabilização cambial dos anos 90 praticado na Argentina. Foi durante este período expansionista que o país em questão optou por fixar a sua taxa de câmbio como principal instrumento anti-inflacionista. Como já foi referido no *survey*, as políticas orçamentais necessárias para promover a estabilidade dos preços e a luta contra o desemprego podem divergir, acabando por dificultar a tarefa das autoridades competentes em manter ambos os indicadores estáveis.

Em 1991 registava-se uma inflação de 172% e um desemprego de 6,5%. Em 2001, passados dez anos, a situação inverteu-se registando-se nesse ano uma deflação (-1,1%) e um desemprego oficial de 19,2%. Esta combinação acabou por ser tóxica, em regime de câmbios fixos (Damill, Frenkel & Rapetti, 2012d). A deflação contribuiria para o aumento de competitividade. No entanto, esta deflação combinada com o aumento das taxas de juro nominais que se registavam provocou o aumento das taxas de juro reais (12% anuais em 97). Esta situação provocou um novo aumento de especulação e de fragilidade financeira. Como resposta a esta fragilidade os investimentos diminuíram, o que prejudicou ainda mais a procura agregada. Além disto, também os salários registaram cortes em termos reais, 11,6% entre 98 e 2001 (Damill, Frenkel & Rapetti, 2012d). A partir de 2002, ambas as variáveis tinham sido razoavelmente controladas.<sup>5</sup>

Os gráficos 3 e 4 representam o valor das receitas fiscais e da despesa total do governo entre 95 e 2014 e a dívida pública e a dívida externa (total e em % do PIB) entre 91 e 2014. Até 2002, tanto as receitas como a despesa revelam a filosofia neoliberal seguida pelo governo argentino. Ambos os parâmetros só começaram realmente a crescer a partir de 2003: as receitas obtidas, normalmente através de impostos, apresentam uma relação positiva com o crescimento do PIB, já que a primeira é uma percentagem da segunda. Também a despesa do governo revela o rumo expansionista tomado nesse ano, exibindo um aumento de quase 20% entre 2003 e 2014.

---

<sup>5</sup> O crescimento acelerado em conjunto com TCR depreciadas tendem a reduzir o desemprego (coeficientes negativos e muito significativos): taxa de crescimento de 5% no PIB origina uma diminuição de 8% na taxa de desemprego e depreciação de 10% da TCR origina uma diminuição de 3% na taxa de desemprego (num período de dois anos); Por outro lado, a taxa de pobreza é influenciada tanto pela inflação como pelo desemprego (coeficientes positivos e muito significativos): um aumento de 1 p.p. na taxa de desemprego origina um aumento da taxa de pobreza em 0,7 p.p.; um aumento de 1 p.p. na inflação origina um aumento da taxa de pobreza em 0,24 p.p. (Damill & Frenkel, 2012).

O peso das dívidas pública e externa atingiram o seu máximo em 2002. Entre 2001 e 2002, os valores de ambas cresceram cerca de 100% coincidindo com a fuga de capitais e corrida aos bancos iniciada no ano 2000. Apesar de muitos considerarem estes aumentos consequência de irresponsabilidade orçamental, Damill, Frenkel & Rapetti (2012a) mostram que o aumento do défice orçamental de 7.112 bilhões de \$, entre 1994 e o período de 1998-2001, se deveu essencialmente a aumentos nos serviços da dívida no valor de 6.784 bilhões de \$. Nem mesmo a política contracionista se revelou eficaz para a compensação destes aumentos. Assim que a insolvência se revelou evidente, a reestruturação da dívida Argentina em 2005 foi crucial para a redução da dívida pública em relação ao PIB. Ainda assim, note-se que o total de dívida externa aumentou gradualmente desde 2005 e que, por outro lado, a proporção dívida externa/PIB diminuiu, já que o aumento do produto atingiu taxas de crescimento recorde no mesmo período.

Os gráficos 5 e 6 dão-nos os valores de indicadores fundamentais para se perceber os efeitos que a alteração das políticas macroeconómicas tiveram na economia Argentina. Temos por um lado, o total de reservas internacionais e a proporção reservas internacionais/dívida externa, entre 91 e 2013 e, por outro lado, o valor da TCR efetiva e o saldo da balança corrente entre 94 e 2014. A acumulação de reservas internacionais traduz a baixa vulnerabilidade financeira e mostrou-se intensa, principalmente a partir de 2002, ano em que as reservas atingiram os valores mínimos (cerca 11 bilhões de US\$ ou 10% da dívida externa, alcançando em 2010 mais 40 bilhões de US\$ ou 41% da dívida externa).

Por seu lado, a desvalorização do peso<sup>6</sup>, em termos reais, beneficiou, principalmente, o saldo da balança corrente. Este fenómeno implicou a maior rentabilidade das indústrias do setor de bens transacionáveis predominantemente intensivas no fator trabalho. A queda dos preços internos provocou uma diminuição drástica de importações já que a procura agregada se direcionou para bens produzidos no país. A conseqüente substituição de importações por produção interna foi determinante no ponto final do período contracionista que se vivia até então. As exportações e o investimento voltaram a crescer.

Para completar, o gráfico 7 dá-nos os valores da entrada de IDE e a taxa de juro real a curto prazo, entre 94 e 2013. Apesar de não representar a balança financeira como um todo, o IDE consegue transpor o momento Minsky já mencionado. Em 1999, atinge o seu valor máximo, e a partir daí regista uma queda abrupta quando a sua vulnerabilidade financeira era evidente. Em 2000 já no fim do programa cambial houve um levantamento massivo de depósitos, o que fez com que a Argentina ficasse ainda mais presa à sua armadilha financeira, sem espaço de manobra para uma estratégia macroeconómica consolidada.

---

<sup>6</sup> Segundo Perry & Servén (2003), a mobilidade de fatores e a integração comercial entre a Argentina e os EUA nunca foram suficientemente fortes para justificar a convertibilidade do peso para o dólar.

## 5. A economia Portuguesa e a economia Alemã em comparação: duas faces da mesma moeda

---

### 5.1. PRINCIPAIS INDICADORES

Para além de indicadores macroeconómicos seleccionados para a análise da economia portuguesa, tendo em comparação o desempenho da economia alemã, nos gráficos 8-22 (consultar Anexo V) poderemos encontrar evidências que suportarão (ou não) a ideia de que a ZE constitui uma ZMO.

Os gráficos 8 e 9 representam a evolução do PIB e do PIB *pc*, respetivamente, entre 1997 e 2014. De uma primeira impressão, podemos referir que Portugal apresenta uma vulnerabilidade a choques externos mais elevada do que a Alemanha. Apesar das taxas de crescimento na sua maioria “positivas”, estas apresentam valores baixos, sendo o maior cerca de 5% em 1998 e o menor cerca de -3,5% em 2012. O contágio da crise mundial de 2009 revelou uma melhor preparação da economia Alemã na resistência a efeitos secundários. A política contracionista, implementada em Portugal desde então, tem deprimido ainda mais a economia. Por seu lado o PIB *pc* dá-nos uma informação importante acerca da regressão em termos de riqueza individual registada desde 2007. Contrariamente, na Alemanha o indicador apresenta uma evolução positiva e forte desde 2005, tendo uma pequena quebra em 2009.

No gráfico 10 podemos analisar a evolução do desemprego e da inflação, entre 97 e 2014. Sendo a principal função do Banco Central Europeu (BCE) a estabilização dos preços, tem-se registado com sucesso uma taxa de inflação reduzida e controlada (não ultrapassando os 5% na última década). Registou-se em Portugal uma ligeira deflação em 2009, recuperando em 2011 para uma taxa de inflação de cerca de 3%. Em oposição ao

que acontece com a inflação, a taxa de desemprego aumentou abruptamente em Portugal, principalmente a partir de 2009 (entre 2008 e 2013 o desemprego aumentou cerca de 8,6%). Os valores Alemães são bem mais positivos, visto que conseguiram diminuir a sua taxa de desemprego de cerca de 10% em 2005 para 5% em 2013.

Em relação à despesa total do governo e receitas fiscais entre 97-2014, expostas no gráfico 11, estas revelam os défices dos orçamentos de Estado, já que as receitas são sempre menores que as despesas, e as políticas contracionistas vigentes nos dois países desde 2009, mas com mais impacto em Portugal, já que este se encontra em clara recessão. Note-se que por mais que se corte nas despesas, o aumento das transferências necessárias para a inclusão tanto de desempregados, como de pensionistas, etc. em conjunto com a diminuição do PIB e dos impostos, faz com que estas duas variáveis nunca cheguem a igualar-se.

Nos gráficos 12, 13 e 14 estão representados os níveis de dívida pública (entre 97-2014), saldo da balança corrente e respetivas TCR efetivas (entre 94-2014) para os dois países. Até 2006, e contrariamente ao que querem fazer crer à opinião pública portuguesa, a proporção da dívida pública no PIB em Portugal era cerca de 60%. Chegava a ser ainda mais reduzida do que a da exigente Alemanha. Os saldos das respetivas balanças correntes apresentam valores opostos, apesar de Portugal já apresentar antes da entrada na ZE um défice ligeiro, este acabou por se acentuar nos anos 2000. Algo que poderá ter contribuído para estes registos foi a apreciação da TCR em Portugal e a depreciação da mesma na Alemanha. Note-se que a melhoria na balança corrente em Portugal nos últimos três anos é resultado de um ligeiro aumento nas exportações, mas principalmente na quebra das importações, devido à contração da economia e ao aumento do desemprego.

No gráfico 15, podemos analisar os ativos de reserva possuídos pelo Banco de Portugal, a dívida externa bruta e o respetivo rácio, entre 97 e 2014. Entre 2000 e 2009 a dívida externa teve um aumento astronómico em Portugal: de 150 mil milhões passou a 400 mil milhões, em apenas nove anos. As reservas não aumentaram à mesma velocidade, muito pelo contrário, chegaram mesmo a diminuir entre 2003 e 2008. Isto vem reforçar a grande fragilidade externa presente na economia portuguesa.

O gráfico 16 completa a informação providenciada sobre a balança corrente portuguesa, já que nos mostra que a balança financeira tem exibido valores positivos.

Relembrando a teoria das ZMO, quanto maior for a integração económica e a mobilidade de fatores, maiores serão os ganhos que o país aderente terá ao partilhar a mesma moeda com outras economias. Nos gráficos 17 e 18, temos por um lado, o *stock* de emigrantes portugueses repartido pelos seus principais destinos até 2010 e, por outro, a mobilidade do fator trabalho dentro da ZE, em três períodos distintos. O destino de preferência de quase 800 mil portugueses tem sido a França, seguida pelos Brasil, Alemanha, EUA, Canadá, Espanha, Suíça, Reino Unido, Moçambique, etc. Note-se que dos 15 países apresentados no gráfico, apenas 6 pertencem à ZE. Em França há uma grande comunidade de portugueses, pelo que se compreende a grande distanciação dos outros países. Brasil, Moçambique e Angola também são considerados destinos mas ainda com reduzido vigor, talvez por terem registado crescimento mais recentemente e este seja apenas o começo da migração para esses países de língua portuguesa. Luxemburgo, Bélgica e Países Baixos, apesar de apresentarem taxas de desemprego mais reduzidas, acabaram por não receber tantos emigrantes como seria de esperar numa ZMO.

Para ter a certeza de que não é um comportamento apenas português, vejamos então a mobilidade por parte dos GIIPS (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha), países que registaram as taxas de desemprego mais elevadas, para países como Alemanha, Áustria, França, Luxemburgo, Malta e Países Baixos. Entre 1990 e 2000 houve uma pequena redução de migração que só voltou a aumentar em 2010. No entanto, não foi um aumento significativo, muito menos uma solução para países com desemprego descontrolado. A mobilidade de fatores não parece ter aumentado com a crise.

Segundo os gráficos 19 e 20, as exportações e importações portuguesas com os restantes países da ZE em 2013, foram de 59,3% e 65,4% do total, respetivamente. Observando os gráficos seguintes, 21 e 22, conseguimos perceber que essa percentagem elevada deve-se maioritariamente às suas relações comerciais com a Espanha. Ainda assim, quanto ao comércio, o mercado parece estar muito mais integrado do que a mobilidade de fatores.

No gráfico de perdas e ganhos referido no *survey*, Portugal teria mais a perder do que a ganhar ao aderir à ZM.

## 6. Análise Comparativa

---

Neste capítulo iremos fazer a análise comparativa dos principais indicadores para a Argentina e Portugal no período em análise.

*Enumerating the many things that contributed to Argentina's tragedy, however, should not obscure the critical, avoidable failure of Argentine economic policy that was the fundamental cause of disaster – namely, the chronic inability of the Argentine authorities to maintain a responsible fiscal policy.*

Mussa (2002)

*Whatever role the markets have played in catalysing the sovereign debt crisis, it is an undisputable fact that excessive state spending has led to unsustainable levels of debt and deficits that now threaten our economic welfare.*

Schäuble (2011)

As similaridades são evidentes se olharmos para os números e os discursos que justificam em ambos os casos a implementação da austeridade orçamental, também. Os dados e as referências bibliográficas consultados mostram também que ambas as crises foram provocadas por causas sistémicas, e não por causas domésticas<sup>7</sup>: saldo da balança corrente *versus* comportamento da dívida pública (Mansori, 2011).

Em primeiro lugar, as duas economias enfrentaram um elevado fluxo de capitais, evidenciado pelos saldos negativos das respetivas balanças correntes (com TCR sobrevalorizadas), e assim que os credores deixaram de renovar empréstimos, a dívida

---

<sup>7</sup> *Let's call this the local causes point of view: government deficits and debt in the periphery were so large that once the Great Recession of 2008-09 hit, investors lost confidence in the ability of those countries to remain solvent. (...) An alternative point of view is that, while the crisis may have had some peculiarly local triggers (...), much of the current mess is the result of forces and decisions outside the control of peripheral Europe's governments. In other words, the crisis could have non-local, systemic causes.* (Mansori, 2011)

pública teve nos dois casos um aumento exponencial – a deterioração desta proporção deveu-se em grande parte ao aumento dos serviços da dívida e à queda das receitas fiscais (Perry & Servén, 2003). Este fluxo foi consistente com as novas políticas macroeconómicas que tinham surgido nos dois casos: por um lado, a Argentina tinha fixado a sua moeda no valor do dólar e aberto o seu mercado ao exterior; por outro, a ZE havia implementado uma moeda única. Estas condições iriam provocar o aumento de entrada de capitais e especulação nos países, aumentando a sua vulnerabilidade face ao exterior. A regulação dos mercados financeiros era considerada fraca nos dois casos (Frenkel, 2013).

Além disto, em ambos os países foram implementadas políticas orçamentais pró-cíclicas quando ambas estavam em clara recessão. Impostas pelas instituições multilaterais como condição para o financiamento de “políticas saudáveis”, estas não são exclusivas aos casos Argentino e Português (Coelho, 2012). No sudeste asiático nos anos 90 aconteceu o mesmo: o FMI forneceu liquidez nestes países, mediante a condição de que estes fossem mais responsáveis e aplicassem políticas consideradas “boas”. Para isso seria necessário taxas de juro mais altas, cortes nas despesas do Estado e aumento de impostos acompanhados de reformas estruturais. Os países intervencionados acabariam por abdicar da sua soberania económica (Stiglitz, 2004). Nestes casos, e nos países em análise, a função do FMI deixou de ser meramente tecnocrática ao adquirir poder político dentro do país intervencionado, privilegiando os interesses dos credores e direcionando os custos dos ajustes para os seus habitantes (Stiglitz, 2004; Coelho, 2012).

Portugal e a ZE não parecem manter entre si laços suficientemente fortes que justificassem a entrada de Portugal na ZE. A mobilidade dos fatores, principalmente do fator trabalho, não foi suficiente para minorar os efeitos da crise económica.

## 7. Conclusão

---

Muitos autores têm denunciado de forma crescente a vulnerabilidade dos défices externos (desequilíbrios na balança de pagamentos, nomeadamente na balança corrente), como principal fator de contágio dos choques externos, opondo-se à tese defendida pelas instituições internacionais e, conseqüentemente de muitos governos, de que as crises financeiras são originadas por irresponsabilidade orçamental. Os números são reveladores: não há evidência que possa comprovar que os governos Argentino e Português tenham sido irresponsáveis de forma a provocar uma crise de tamanha dimensão. Além disso, as políticas adotadas para combater as recessões, impostas pelas instituições internacionais, acentuaram ainda mais a depressão sentida nos dois países.

Ambos estavam sob regimes de câmbios fixos com uma moeda sobrevalorizada relativamente ao exterior no momento em que o impacto da crise se fez sentir nas suas economias. No caso de Portugal, se a cooperação entre estados-membros tivesse sido maior, por exemplo ajustamento orçamental de ambos os lados, talvez o desfecho tivesse sido outro. A verdade é que o sonho europeu tem-se mostrado de difícil concretização, já que a mobilidade de fatores é mínima entre os estados-membros, assim como acontecia com a Argentina e os EUA. A ZE não é, ainda, uma ZMO e o saldo da presente crise aponta no sentido de Portugal ter mais a perder com a adesão à moeda única do que a ganhar. Daí os defensores da saída do euro.

Além do que se pode aprender através da história económica Argentina pós-crise, os últimos anos têm também mostrado que não basta promover o crescimento, o emprego e a robustez das contas externas. Estas têm de ser acompanhadas por políticas orçamentais

e monetárias consistentes para controlar a inflação e a procura agregada quando estas aumentam.

No futuro, considero essencial um estudo sério sobre aquilo que é possível fazer para salvar o Euro (comprometendo os países do norte da ZE que, como credores têm tanta responsabilidade como os da periferia) ou o possível desmantelamento da moeda única. O fardo tornou-se demasiado pesado para aqueles que estão a pagar pelas falhas do sistema financeiro.

## Referências Bibliográficas

---

BAGNAI, A. (2012). Unhappy families are all alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone peripheral crises. *Working Papers Series: Italian Association for the Study of Economic Asymmetries, Italy*

CHOURAQUI, J. & JONES, B. & MONTADOR, R. (1986). Public Debt in a medium-term perspective. *OECD Journal: economic studies* 7, pp. 103-153

COELHO, J. (2012). A política de empréstimos do Fundo Monetário Internacional: soberania e hierarquia na Economia Política Internacional. *Revista Tempo do Mundo* 4 (1)

DAMILL, M. & FRENKEL, R. (2012). Políticas e desempenhos Macroeconômicos na América Latina entre 1990 e 2010. *Revista Tempo do Mundo* 4 (1)

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2005). The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring. *Centro de Estudios de Estado y Sociedad CEDES, Buenos Aires*

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2011). Was fiscal irresponsability the cause behind Latin American crises? *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 60

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2012a). Fiscal Austerity in a Financial Trap: The Agonic Years of the Convertibility Regime in Argentina. *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 62

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2012b). The Argentine Foreign Debt Default and Restructuring. *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 63

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2012c). The fiscal adjustment after the 2001-02 crisis in Argentina. *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 65

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2012d). Effects of nominal price deflation under a financial trap (Argentina 1998-2001). *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 66

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2013). Financial and currency crises in Latin America. In: Epstein, G. and Wolfson, M. (Eds.) *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, pp. 296-310

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2014). The New Millennium Argentine Saga: from Crisis to Success and from Success to Failure. *Centro de Estudios de Estado y Sociedad CEDES*, Buenos Aires

DAMILL, M. & FRENKEL, R. & SIMPSON, L. (2012) Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis: la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000. *Boletín Informativo Techint* 337, pp. 17-55

FRIEDMAN, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics*, pp. 157-203. Chicago: The University of Chicago Press.

FRENKEL, R. (2012). Lessons from a comparative analysis of Financial Crises. *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 64

FRENKEL, R. (2013). What have the crises in emerging markets and the Euro Zone in common and what differentiates them? *Iniciativa para la Transparencia Financiera* 67

- GALIANI, S. & HEYMANN, D. & TOMMASI, M. (2003). Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan. *Economia* 3 (2), pp. 109-160.
- KRUGMAN, P. (2012). *Acabem com esta crise já!*, 1ª Ed. Lisboa: Editorial Presença
- KRUGMAN, P. & OBSTFELD, M. (2003). *International Economics: Theory and Policy*, 6ª Ed. Boston: Addison-Wesley World Student Series
- KRUGMAN, P. & WELLS, R. (2009). *Economics*, 2ª Ed. New York: Worth Publishers.
- MANSORI, K. (2011). What Really Caused the Eurozone Crisis?. *The Street Light Blog*, 23 de setembro
- MEADE, J. (1957). The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area. *The Economic Journal* LXVII (267), pp. 379-396.
- MINSKY, H. (1977). A Theory of Systemic Fragility. In: E. Altman and A.W. Sametz (Eds.) *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. New York: John Wiley and Sons, pp. 138-152
- MUNDELL, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review* 51 (4), pp. 657-665
- MUSSA, M. (2002) *Argentina and the Fund: from Triumph to Tragedy*. Washington DC: Institute for International Economics.
- PERRY, G. & SERVÉN, L. (2003) The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina special and what can we learn from it. *World Bank Policy Research Working Paper* 3081

RODRIK, D. (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brooking Papers on Economic Activity* (2), pp. 365-412

SAMUELSON, P. & NORDHAUS, W. (1998). *Economics*, 16ª Ed. The McGraw – Hill Companies, Inc.

SCHÄUBLE, W. (2011). Why austerity is the only cure for the Eurozone. *Financial Times*, 5 de Setembro

STIGLITZ, J. (2004). *Globalização: A Grande Desilusão*, 3ª Ed. Lisboa: Terramar.

WOLF, M. (2011). Creditors can huff, but they need debtors. *Financial Times*, 1 de Novembro

### **Referências videográficas**

*Memoria del Saqueo*, realizado por Fernando E. Solanas. 2004. Buenos Aires, Argentina.

Cinesur S.A. & ADR Productions & Thelma Film AG

### **Bases de dados**

Banco Mundial. *International Debt Statistics*. Disponível em

<http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>

Banco Mundial. *Migration and Remittances Factbook 2011*. Disponível em

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/0,,contentMDK:22759429~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:476883,00.htm>

Banco Mundial. *Global Bilateral Migration*. Disponível em <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=global-bilateral-migration>

Banco de Pagamentos Internacionais. *BIS effective Exchange rate índices*, Setembro 2014. Disponível em <http://www.bis.org/statistics/eer/>

Comisión Económica para América Latina y el Caribe. *Economic Indicators and Statistics*. Disponível em [http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB\\_CEPALSTAT/estadisticasIndicadores.asp?idioma=e](http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/estadisticasIndicadores.asp?idioma=e)

Comissão Europeia. *AMECO*, Maio 2014. Disponível em [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/zipped\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/zipped_en.htm)

Fundo Monetário Internacional. *World Economic Outlook Database*, Abril 2014. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>

Fundo Monetário Internacional. *Balance of Payments database*. Disponível em <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=170784>

Fundo Monetário Internacional. *International Financial Statistics and data files*. Disponível em <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>

Banco de Portugal. *BP Stats – Estatísticas On-line*, 2014. Disponível em <http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/>

## Anexos

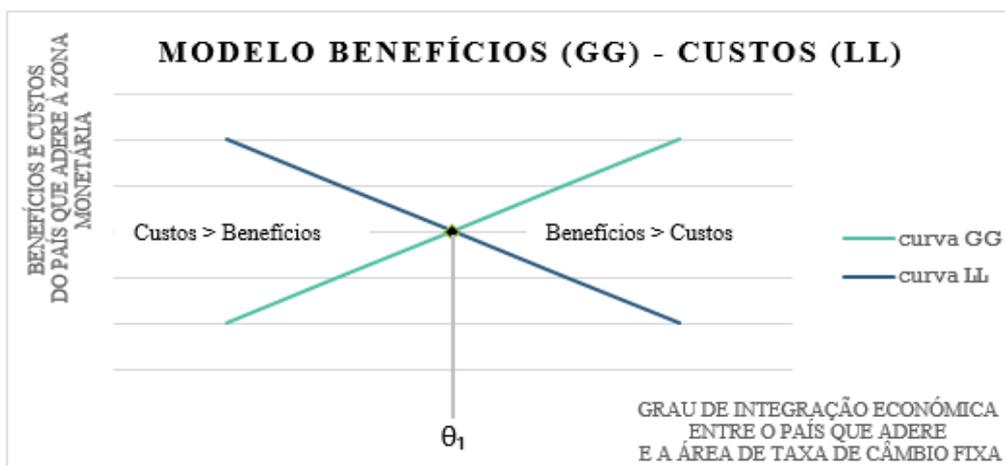
### ANEXO I. TABELAS E FIGURAS DO SURVEY

**Tabela I – Instrumentos de Política Orçamental**

P.O. expansionista	P.O. contracionista
+ Gastos públicos; + Transferências; – Impostos.	– Gastos públicos; – Transferências; + Impostos.
Implementada quando uma economia enfrenta uma recessão, isto é quando o <i>output</i> agregado está abaixo do <i>output</i> potencial. Provoca aumento de procura agregada.	Implementada quando uma economia passa por uma fase inflacionária, mais especificamente quando o <i>output</i> agregado é mais elevado do que o <i>output</i> potencial. Origina redução de procura agregada.

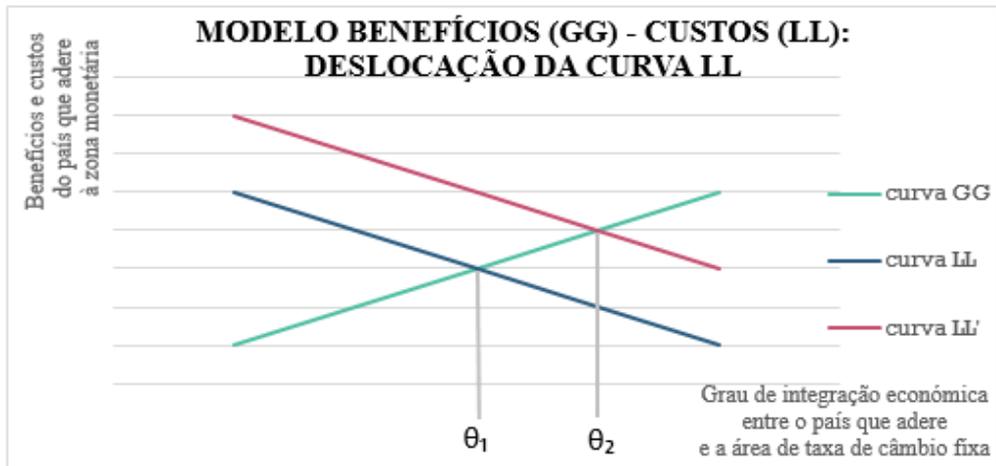
Fonte: Informação retirada de Krugman & Wells (2009)

**Figura 1. Modelo Benefícios/Custos da Zona Monetária**



Fonte: Krugman & Obstfeld, 1999

**Figura 2.** Deslocação da curva LL no Modelo Benefícios/Custos da Zona Monetária



Fonte: Krugman & Obstfeld, 1999

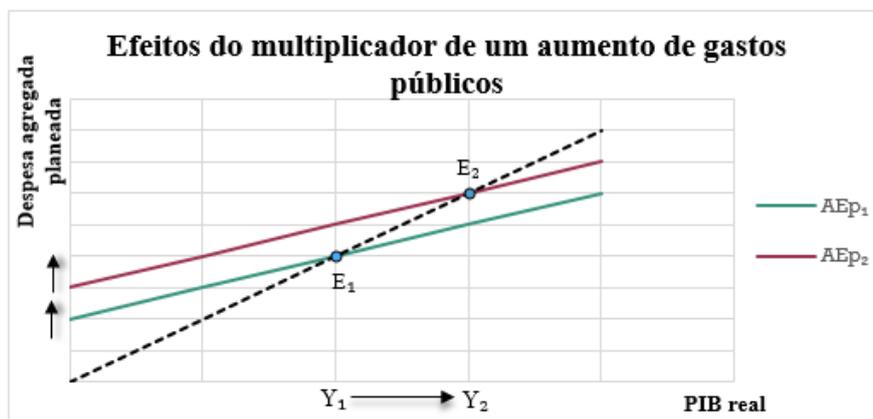
## Anexo II. O PAPEL FUNDAMENTAL DO MULTIPLICADOR E A IMPORTÂNCIA DOS ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

$$(1) \text{ Multiplicador} = \frac{1}{1-[PMC \times (1-t)]}$$

### OS EFEITOS DO MULTIPLICADOR DE UMA VARIAÇÃO NOS GASTOS PÚBLICOS

Se tivermos um investimento do Estado, por exemplo na saúde, de 200 biliões de €, não só vai provocar um aumento do consumo privado no mesmo valor, como também desencadeará outros efeitos devido à reação em cadeia originada. A produção, o produto e os salários crescerão como consequência, aumentando mais uma vez o rendimento disponível, o consumo, o *output* das empresas e o PIB da economia. E assim sucessivamente (Krugman & Wells, 2009).

**Figura 3.** Efeitos de multiplicador de um aumento de gastos públicos



Fonte: Krugman & Wells, 2009

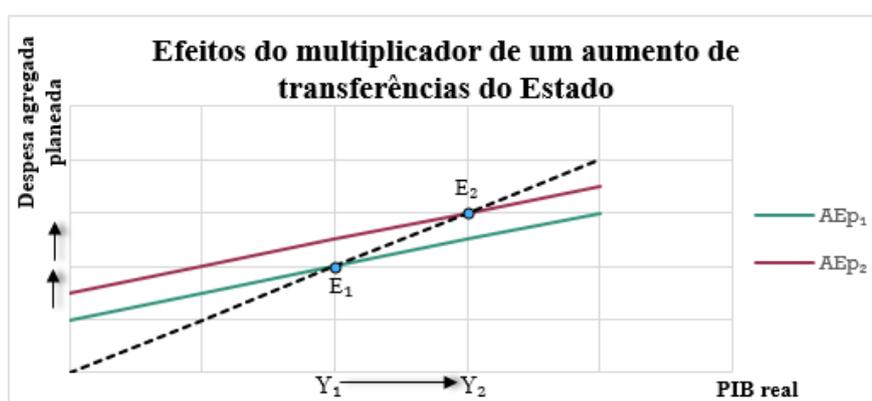
Este aumento dos gastos é um bom exemplo da variação da despesa agregada autónoma, crucial para o efeito do multiplicador. Isto significa que o PIB real aumentará na primeira ronda no mesmo valor que o investimento feito, mas nas restantes rondas crescerá com menor intensidade (Krugman & Wells, 2009).

Observando a Figura 3 e assumindo uma propensão marginal a consumir de 0,5, um aumento de gastos públicos no valor de 200 bilhões de euros leva a um aumento inicial na despesa agregada (AE) no mesmo valor e um acréscimo induzido na despesa agregada também de 200 bilhões de euros. Esta ampliação da AE planeada exigirá um novo equilíbrio, levando a que  $AE_{p_1}$  se transforme em  $AE_{p_2}$  e provocando um crescimento do PIB real de 400 bilhões de euros (de  $Y_1$  para  $Y_2$ ). Note-se que se a despesa na saúde cair em 200 bilhões de euros, também o efeito do multiplicador vai originar uma queda do PIB real em 400 bilhões de euros (Krugman & Wells, 2009).

#### OS EFEITOS DO MULTIPLICADOR DE UMA VARIAÇÃO NAS TRANSFERÊNCIAS ESTATAIS E NOS IMPOSTOS

Apesar de as alterações nos gastos públicos terem mais impacto do que as alterações nos subsídios e nos impostos, estes últimos também são instrumentos importantes para a política orçamental do governo (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009).

**Figura 4.** Efeitos de multiplicador de um aumento de transferências estatais



Fonte: Krugman & Wells, 2009

Por exemplo, no caso das transferências que não afetam diretamente o nível de procura agregada, se tivermos uma PMC igual a 0,5 como anteriormente demonstrado, significa

que apenas se gastará metade dos 200 bilhões de euros transferidos já que a outra parte será poupada (Krugman & Wells, 2009). Além disso, o que geralmente acontece numa economia deprimida é o consumo privado diminuir já que há uma maior tendência para poupar. O multiplicador vai perdendo impacto à medida que as rondas vão passando, logo o PIB real pode acabar por crescer menos do que o investimento inicial do Estado (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009).

Observando a Figura 4 e assumindo a mesma  $PMC$  de 0,5, o aumento das transferências em 200 bilhões de euros leva a um aumento inicial da despesa agregada de 100 bilhões e um acréscimo induzido no mesmo valor da despesa. O aumento da AE planeada exigirá um novo equilíbrio provocando um aumento de  $AE_1$  para  $AE_2$  e um crescimento do PIB real (de  $Y_1$  para  $Y_2$ ). Note-se que diminuir as transferências em 200 bilhões de euros terá exatamente o mesmo efeito em termos de intensidade mas na direção oposta (Krugman & Wells, 2009).

Comparando o tipo de efeitos de cada componente de Política Orçamental pode-se concluir que, quando uma economia atravessa uma recessão económica, e ajustamentos orçamentais têm de ser feitos, é preferível cortar nas transferências estatais do que nos gastos públicos, visto o impacto não ser tão forte (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009).

Se houver uma diminuição de impostos, os efeitos serão, em termos de dimensão, semelhantes aos descritos anteriormente. No entanto, os impostos apresentam uma particularidade: estes têm o poder de alterar o tamanho do multiplicador (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009). O aumento das receitas fiscais quando o PIB real aumenta não é resultado de deliberações políticas do governo já que as receitas fiscais

dependem positivamente do nível de PIB (os impostos são uma percentagem do PIB). Isto leva a que a maior parte das fontes de receitas do Estado prospere automaticamente quando a própria economia se encontra em expansão. Assim, os impostos atuam como atenuadores dos efeitos do multiplicador (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009). À primeira vista, este processo parece ser prejudicial para a Economia, pois quando temos um crescimento de PIB real, o ideal seria a existência de uma evolução do rendimento disponível na mesma direção e na mesma proporção. No entanto, o resultado não será este já que a percentagem que o Estado receberá também vai ser maior (Samuelson & Nordhaus, 1998; Krugman & Wells, 2009). Apesar de parecer contraproducente, este papel que os impostos desempenham na economia, como estabilizadores automáticos, vai revelar-se importantíssimo: Da mesma maneira que as receitas aumentam quando a economia está em expansão, também numa recessão este mecanismo mostra a sua eficácia. Quando o PIB real entra em declínio, as receitas fiscais também diminuem ajudando a estabilizar a economia e o impacto inicial da queda do produto. Os efeitos dos choques da procura agregada serão menores devido à função estabilizadora dos impostos. Assim, neste caso, atuarão como política orçamental expansionista, importante para manter a economia em funcionamento (o oposto vai acontecer quando a sociedade enfrenta uma inflação, mas o resultado de estabilização será igualmente alcançado) (Krugman & Wells, 2009).

Ao contrário destes estabilizadores automáticos que vão mitigar os efeitos extremos do ciclo económico, encontramos espaço para discutir a política orçamental implementada por *policy makers* e criticada por muitos economistas, especialmente se estes forem adeptos do neoliberalismo (Krugman & Wells, 2009). Esta intervenção apenas se justifica como último recurso e em condições muito específicas.

### ANEXO III. DEVERÁ O ORÇAMENTO DE ESTADO ESTAR SEMPRE EQUILIBRADO?

$$(2) SO = T - G - Tr$$

$T$  dá-nos o valor das receitas fiscais,  $G$  dos gastos públicos e  $Tr$  das transferências enviadas para outros agentes económicos, mais especificamente são os instrumentos que serão controlados pelo governo, de modo a concretizar qualquer que seja a orientação política orçamental estabelecida.  $SO$  representa então o saldo orçamental, isto é, a diferença entre receitas e despesas do Estado para um dado ano (Krugman & Wells, 2009).

Existe uma forte correlação entre o saldo orçamental (SO) do governo e o ciclo económico: numa recessão, o saldo orçamental tende a mover-se para valores deficitários, mas estes acabarão por diminuir ou a tornar-se excedentes numa economia em expansão (Krugman & Wells, 2009).

Como já se concluiu anteriormente, quando a economia está perante um *boom* expansionista, aquilo que acontece é o valor das receitas fiscais aumentarem em conjunto com a diminuição das transferências – por exemplo, o subsídio de desemprego que diminui drasticamente quando há pleno emprego – e dos gastos públicos. E o oposto acontecerá aquando uma recessão económica. Logo, devido aos estabilizadores automáticos, o comportamento lógico do saldo orçamental é a exibição de excedentes durante as expansões económicas e de défices durante as recessões. Este fenómeno realça a frequente utilização indevida de instrumentos de política orçamental por parte dos *policy makers* devido à desconsideração que muitos destes mostram ter quanto ao ciclo económico e consequentes estabilizadores económicos (Krugman & Wells, 2009).

Torna-se então urgente separar as variações do saldo orçamental provocadas pelo ciclo económico e aquelas que se sucedem através de decisões políticas. As primeiras são afetadas pelos tais estabilizadores económicos e as outras por mudança de posição quanto a transferências, impostos e gastos públicos. Os efeitos do ciclo económico no SO são, ainda assim, temporários: recessões e inflações tendem a ser eliminadas a longo prazo (Krugman & Wells, 2009). Remover estes efeitos no SO demonstra a capacidade dos *policy makers* na tomada de decisões sustentáveis. Ou não. Para que seja possível compreender a eficácia com que são aplicadas políticas orçamentais discricionárias, a única solução é, retirando o ciclo económico da equação, calcular o saldo orçamental ajustado<sup>8</sup>. Como seria de esperar, este apresenta menos flutuações que o SO real (Krugman & Wells, 2009).

Sabe-se que os défices orçamentais persistentes causam problemas tanto para o governo como para a economia como um todo, provocando aumentos de dívida pública (Krugman & Wells, 2009; Chouraqui & Jones & Montador, 1986). No entanto, pode ser perigoso manter o orçamento equilibrado anualmente. Muitos macroeconomistas acreditam que deve ser permitido aos países aumentar os défices quando estes apresentam taxas de crescimento do PIB negativas sistemáticas para depois compensar com excedentes quando esta variável voltar a crescer e a economia já se encontrar saudável (Krugman & Wells, 2009). Se os governos mantivessem o seu SO estritamente equilibrado, isso enfraqueceria o papel dos impostos como estabilizadores automáticos (Krugman & Wells, 2009). Além disso, os mesmos acreditam que há défices necessários, pois a tendência de diminuição de receitas fiscais e aumento de transferências numa situação em

---

<sup>8</sup>Aquele que revela o comportamento do governo, sem ter em atenção a presença de momentos de recessão ou de inflação na economia.

que a economia se contrai limita em grande parte os choques sentidos durante uma recessão aumentando o déficit para depois ser mais rápida a transição para o crescimento (Krugman & Wells, 2009).

#### O PERIGO DOS DÉFICES EXCESSIVOS

O aumento persistente do déficit orçamental implicará um crescimento indesejado da dívida pública (Krugman & Wells, 2009; Chouraqui & Jones & Montador, 1986). Temos países como o Japão que apresentam altas percentagens de dívida pública (cerca de 242% PIB em 2013; com uma despesa pública agregada de 40% PIB, um desemprego de 4% e uma inflação de cerca de 0,36% no mesmo ano)<sup>9</sup> que, à primeira vista, não parecem afetar a sustentabilidade da sua economia. No entanto, há que compreender as complicações que daí podem surgir:

- Quando os governos contraem empréstimos no mercado financeiro estão a competir com empresas que precisam de créditos de outras fontes, além do seu próprio capital, para poderem investir e crescer no futuro. Esse aumento de quantidade de empréstimos concedidos levará a que a taxa de juro cresça e provoca o desincentivo das empresas de aumentarem mais os seus créditos, já que os retornos serão menores ou nulos. Este fenómeno, *crowd out*, fomenta a redução da taxa de crescimento do país em questão, a longo prazo (Krugman & Wells, 2009; Chouraqui & Jones & Montador, 1986);

- Os défices de hoje, aumentando a dívida pública, põe em risco os futuros orçamentos (Krugman & Wells, 2009; Chouraqui & Jones & Montador, 1986). Quando o Estado acumula dívida, os serviços dessa dívida aumentam substancialmente. Haverá uma

---

<sup>9</sup> Dados retirados da *World Economic Outlook Database, April 2014* do Fundo Monetário Internacional.

redução de gastos públicos visto que, apesar do aumento dos impostos, esses terão de ser redirecionados para pagar empréstimos anteriores e seus juros correspondentes. Dessa situação apenas resulta um ciclo vicioso, em que será cada vez mais difícil ao Estado pagar a dívida quando o produto não aumenta (Krugman & Wells, 2009; Chouraqui & Jones & Montador, 1986). Os credores podem até pôr em questão a habilidade do governo para pagar e dá-se o momento Minsky (Minsky, 1977; Krugman, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2012d; Bagnai, 2012; Damill, Frenkel & Rapetti, 2013) em que estes cortam nos fundos até lhes serem pagos os empréstimos anteriores. Além da crise económica, muito provavelmente o país enfrentará crises tanto social como política, podendo mesmo chegar a uma depressão económica.

Se a dívida pública aumentar vagarosamente comparada com o crescimento do PIB, significa que o seu peso está a cair comparado com as potenciais receitas fiscais e, por isso, será sustentável a longo prazo (Krugman & Wells, 2009). Ao contrário, um governo que apresente grandes défices sucessivos irá aumentar o rácio dívida/PIB, devido ao crescimento acelerado do primeiro em relação ao segundo (Krugman & Wells). Apesar de os governos poderem apresentar défices e o país continuar a crescer (desde que estes não sejam significativos), os especialistas têm avisado acerca das responsabilidades implícitas, por exemplo a sustentabilidade da segurança social e do sistema de pensões a longo-prazo (Krugman & Wells, 2009).

#### ANEXO IV. LIVRE CIRCULAÇÃO DE CAPITAIS E O SEU EFEITO NA TAXA DE JURO

Sabemos que a integração económica e a abertura de mercado facilitam um constante movimento de capitais em termos internacionais.

Para compreender melhor o papel fundamental dos movimentos de capitais numa economia moderna teremos de analisar o comportamento dos investidores e a sua contribuição para com a balança financeira<sup>10</sup> (Krugman & Wells, 2009). Estes fluxos podem ser realizados tanto por investidores privados como por governos ou bancos centrais. No entanto, estes agentes económicos têm formas distintas de interagir com o mercado (Krugman & Wells, 2009). Supondo que todos os fluxos de capital estão em forma de empréstimo e que não se inclui os efeitos das variações esperadas da taxa de câmbio, teremos a taxa de juro em equilíbrio determinada pela intersecção entre as curvas da oferta e da procura dos fundos de empréstimo (Krugman & Wells, 2009).

Por exemplo, sem fluxos de capitais internacionais, as taxas de juro de equilíbrio seriam de 6% para o país A e de 1% para o país B. Isto provocaria fuga de capitais do país B para o país A, onde os credores conseguirão ganhar mais lucro com os empréstimos concedidos aos residentes do país A. Com a intensificação da livre circulação de capitais no panorama mundial, esta seria uma situação plausível, e até comum. A entrada de capital no país A vai aumentar a quantidade de oferta de fundos de empréstimos para os seus residentes, provocando a descida gradual da sua taxa de juro. Por outro lado, a fuga de capitais registada no país B terá como consequência uma forte queda da quantidade de oferta de fundos de empréstimos o que provocará a subida da taxa de juro no território

---

<sup>10</sup>A forma mais simples de contabilizar a entrada (e saída) de capitais no território disponíveis para financiar o investimento doméstico.

(Krugman & Wells, 2009). Assim, o papel dos fluxos de capitais internacionais revela-se crucial na diminuição do fosso entre as taxas de juro dos países A e B: Quando os residentes dos dois países acreditarem que o ativo estrangeiro vale tanto como o ativo doméstico e que a obrigação proveniente do exterior tem o mesmo valor que a sua própria obrigação, então os fluxos de capital acabarão por igualar as taxas de juro em equilíbrio dos dois mercados (Krugman & Wells, 2009).

Se, por outro lado, a taxa de juro é 3%, a quantidade procurada de fundos de empréstimo pelos residentes do país A excede a quantidade oferecida. Esta diferença é preenchida por fundos importados do país B. Simultaneamente, a quantidade oferecida de fundos de empréstimo pelos credores do país B é mais elevada do que a quantidade procurada pelos seus residentes. Também essa falha será compensada exportando a quantidade em excesso para o mercado do país A (Krugman & Wells, 2009). Como consequência desta mobilidade do fator capital, e apesar de ambos os mercados não se encontrarem em equilíbrio, estes vão-se complementar e formar um único mercado onde a quantidade oferecida e a procurada igualam-se quando a taxa de juro está nos 3% (Krugman & Wells, 2009).

Este tipo de fluxo de capital por parte dos credores surge como resposta a estímulos facilmente identificáveis. São eles: as oportunidades de investimento, que surgem em maior quantidade em países onde se registam taxas de crescimento elevadas; e, as diferentes taxas de poupança, reflexo da discrepância na quantidade oferecida de fundos de empréstimo por parte dos muitos mercados envolvidos (Krugman & Wells, 2009).

## ANEXO V. GRÁFICOS

GRÁFICO 1.

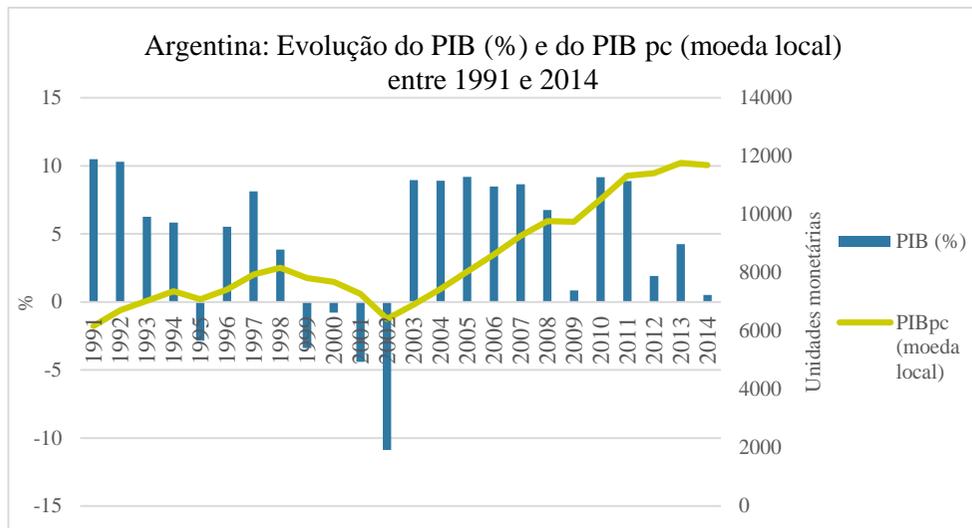
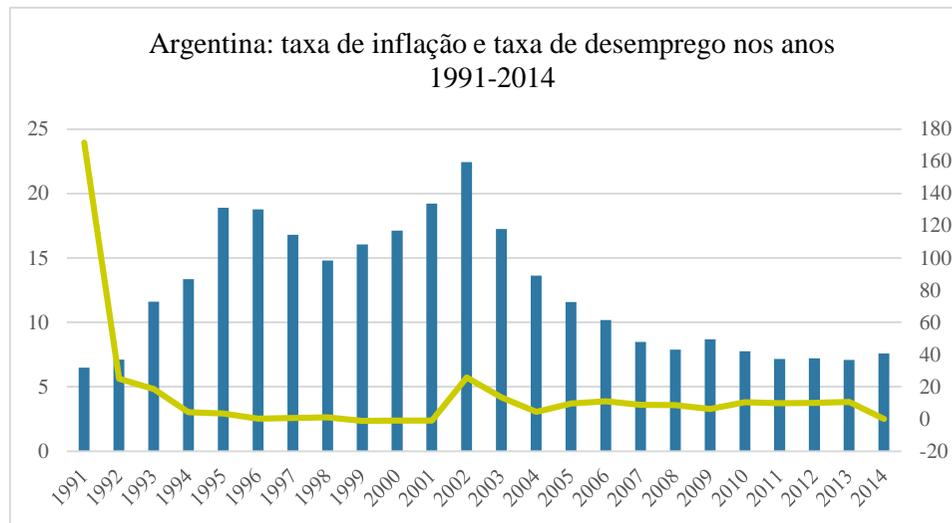


GRÁFICO 2.



Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014*.

GRÁFICO 3.

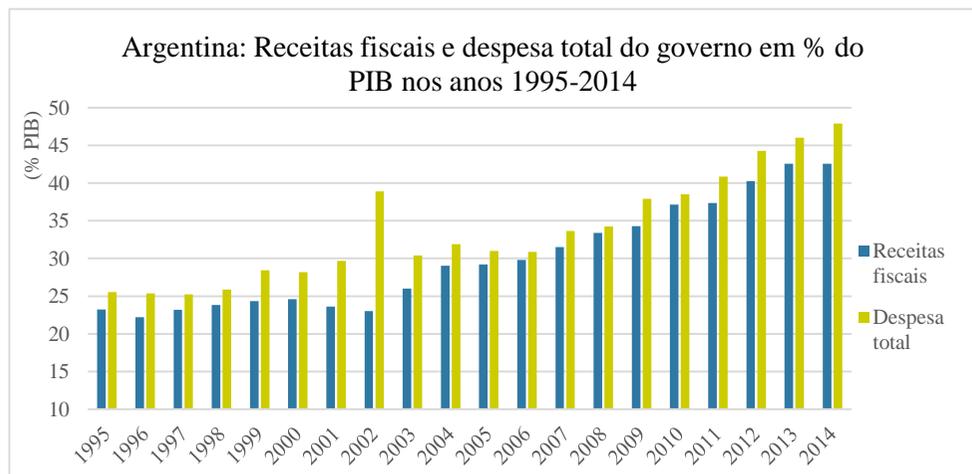
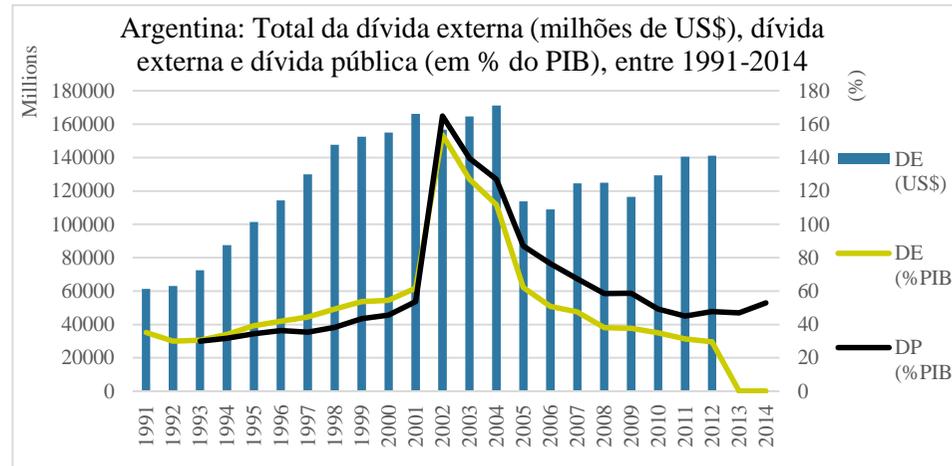


GRÁFICO 4.

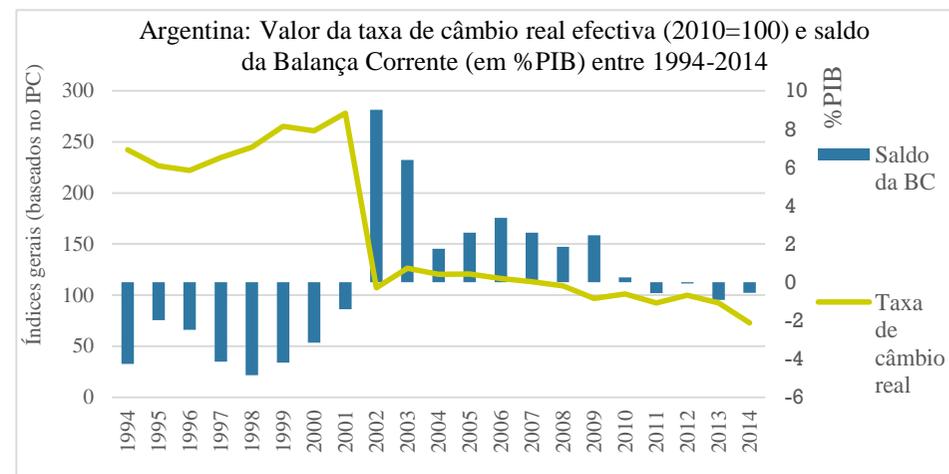


Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014* e *CEPALSTAT*.

GRÁFICO 5.

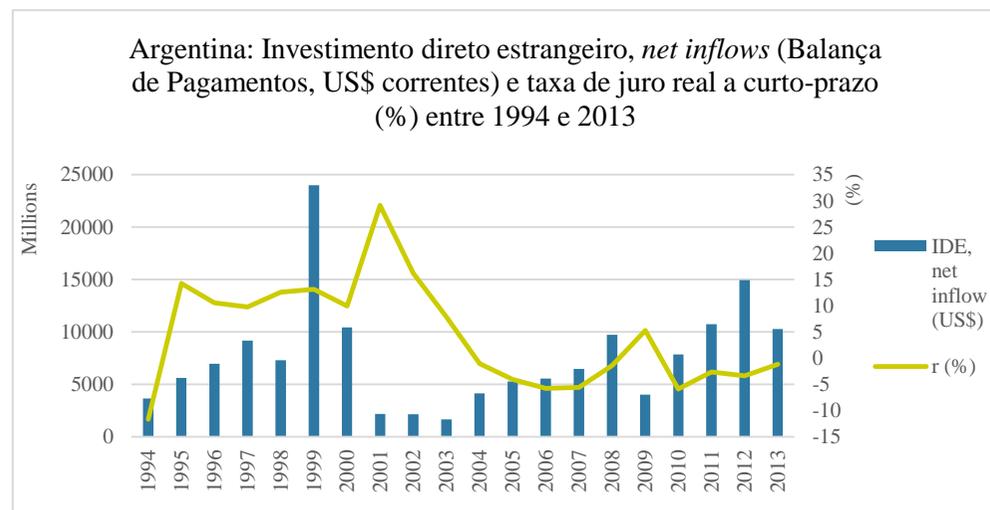


GRÁFICO 6.



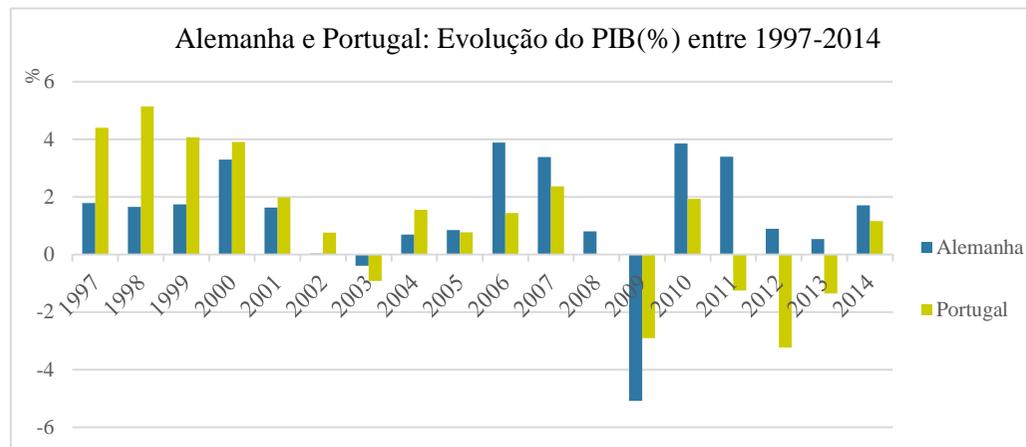
Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files World Bank, International Debt Statistics; Bank for International Settlements, BIS effective exchange rate índices; e International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014.*

GRÁFICO 7.

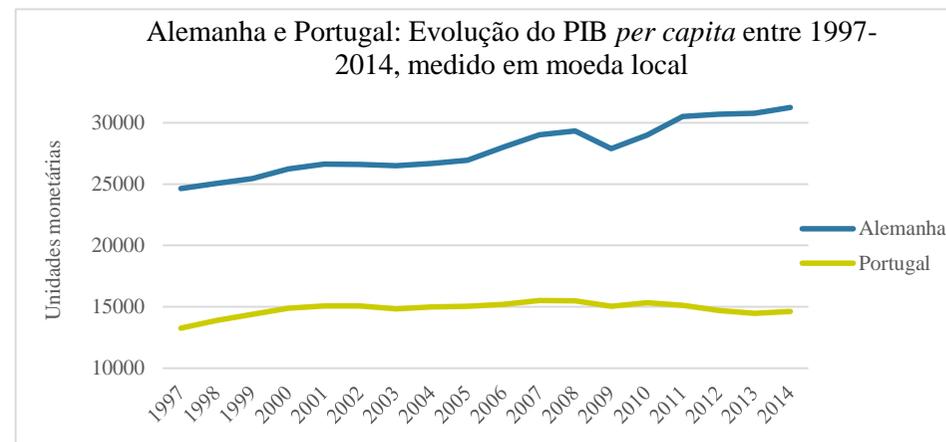


Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, Balance of Payments database, supplemented by data from the United Nations Conference on Trade and Development and official national sources e International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files using World Bank data on the GDP deflator.*

**GRÁFICO 8.**

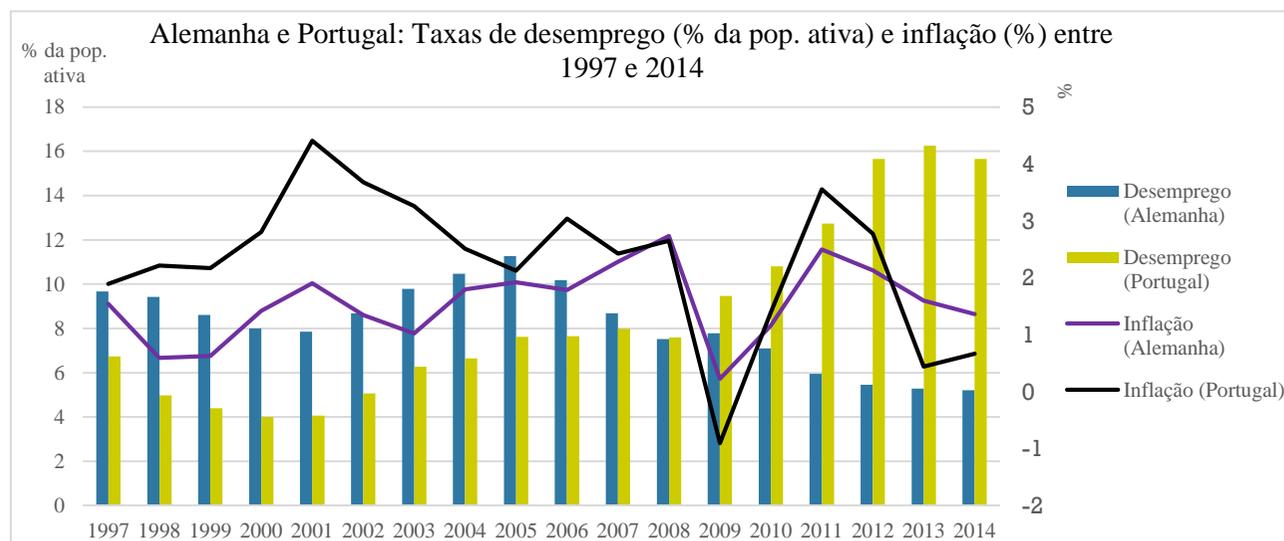


**GRÁFICO 9.**



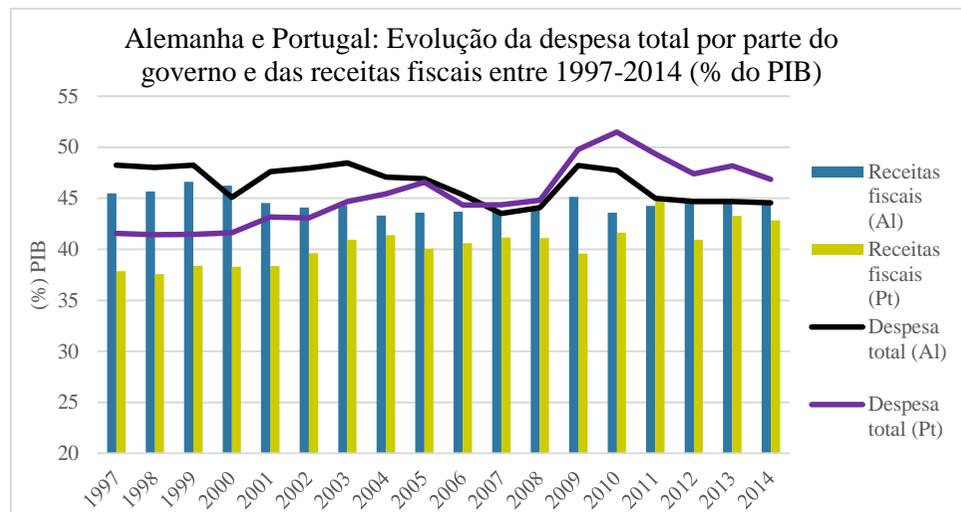
Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014.*

**GRÁFICO 10.**

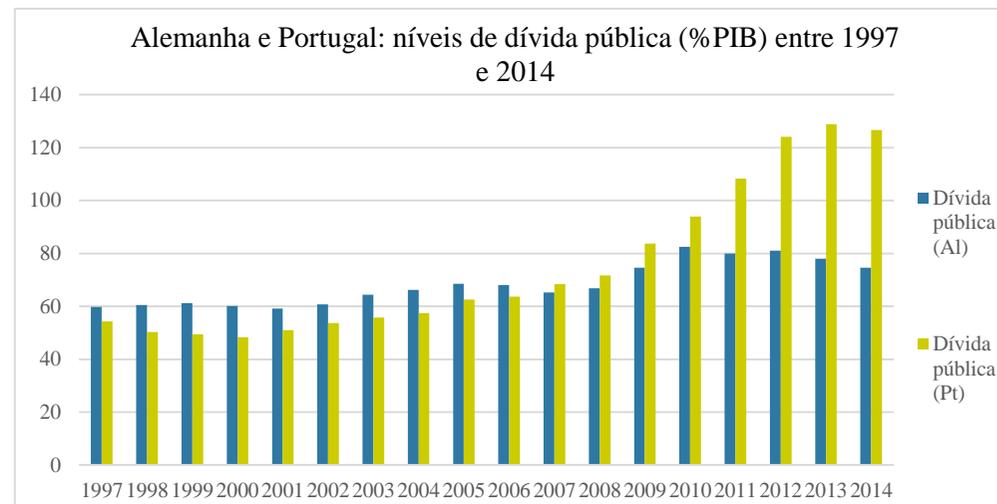


Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014.*

**GRÁFICO 11.**

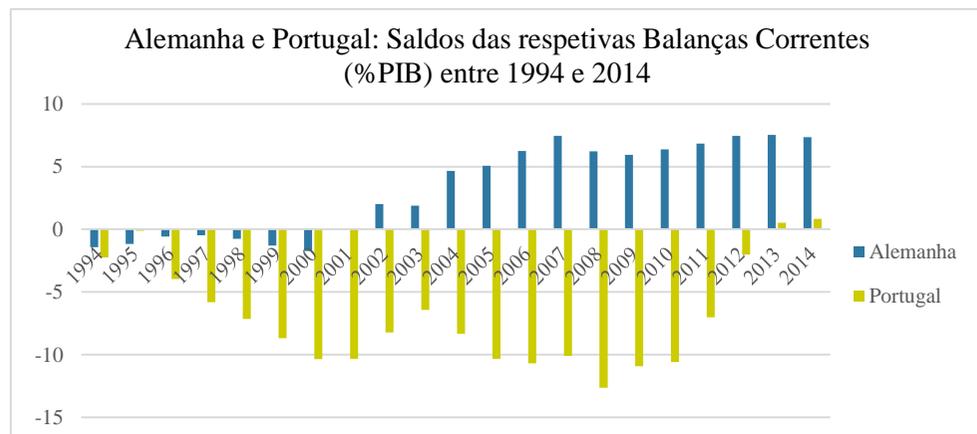


**GRÁFICO 12.**

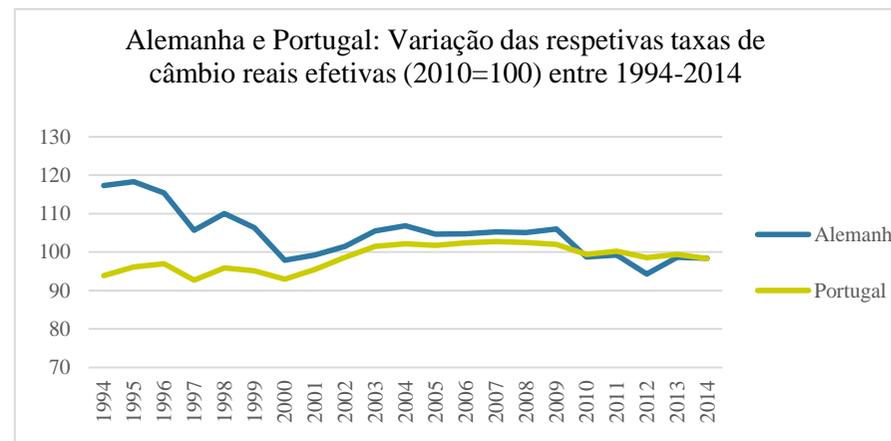


Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014*.

**GRÁFICO 13.**



**GRÁFICO 14.**



Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014* e *Bank for International Settlements, BIS effective exchange rate indices*.

GRÁFICO 15.

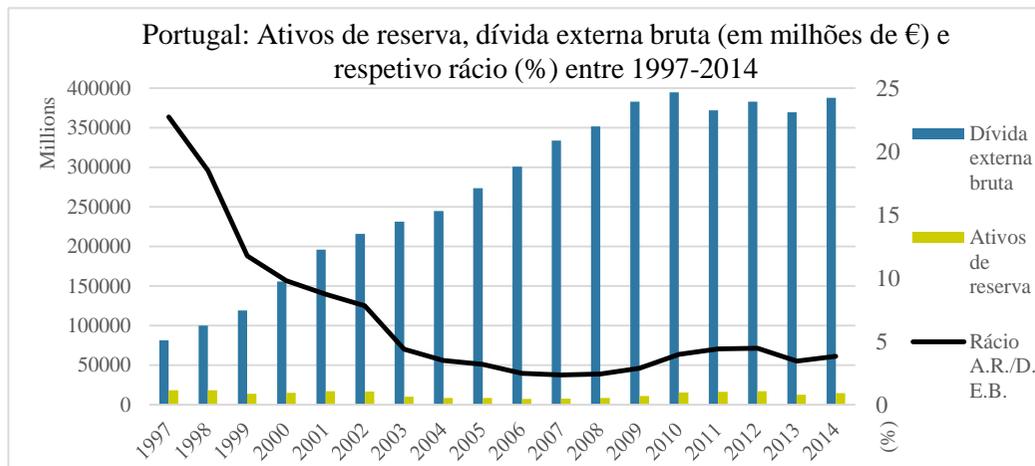


GRÁFICO 16.



Fonte: Elaboração própria (incluindo os cálculos do rácio) através de dados retirados de *BP Stats – Estatísticas On-line do Banco de Portugal*; *International Monetary Fund, Balance of Payments database, supplemented by data from the United Nations Conference on Trade and Development and official national sources*; e *AMECO Database (European Commission)*.

GRÁFICO 17.

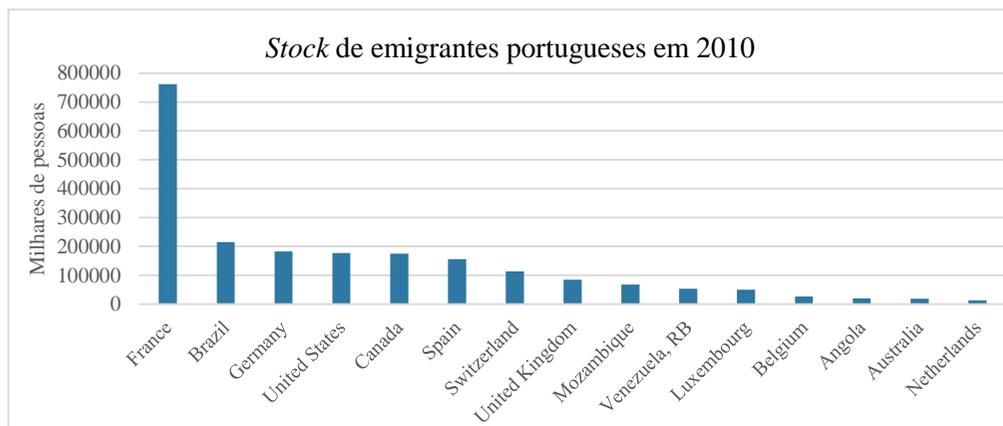
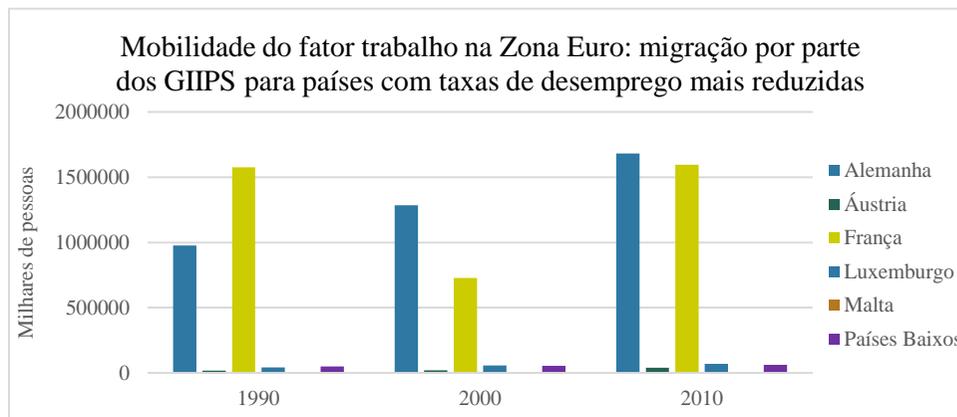


GRÁFICO 18.



Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *World Bank, Migration and Remittances Factbook 2011 – Bilateral Migration in 2010*; e *World Bank, Global Bilateral Migration*.

GRÁFICO 19.

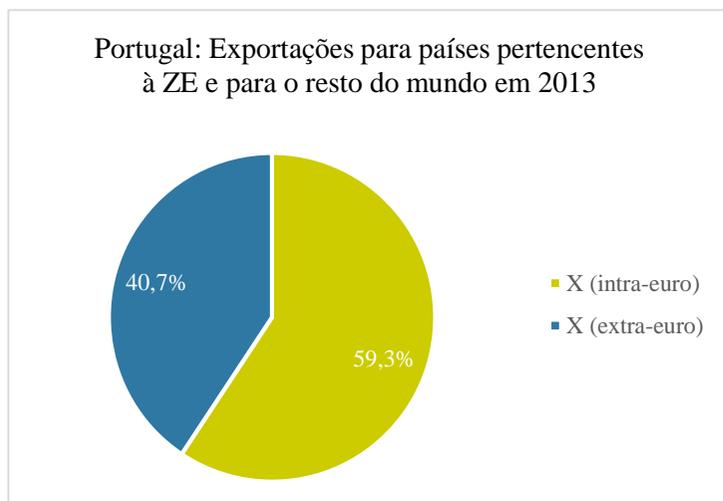
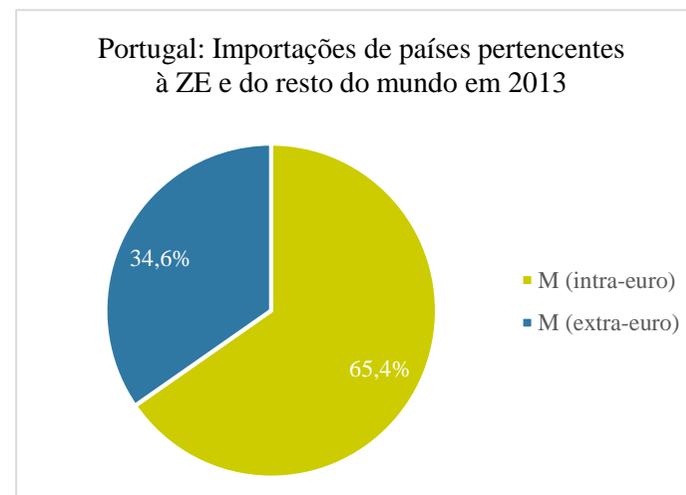


GRÁFICO 20.



Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *BP Stats – Estatísticas On-line do Banco de Portugal* (via *Instituto Nacional de Estatística*).

GRÁFICO 21.

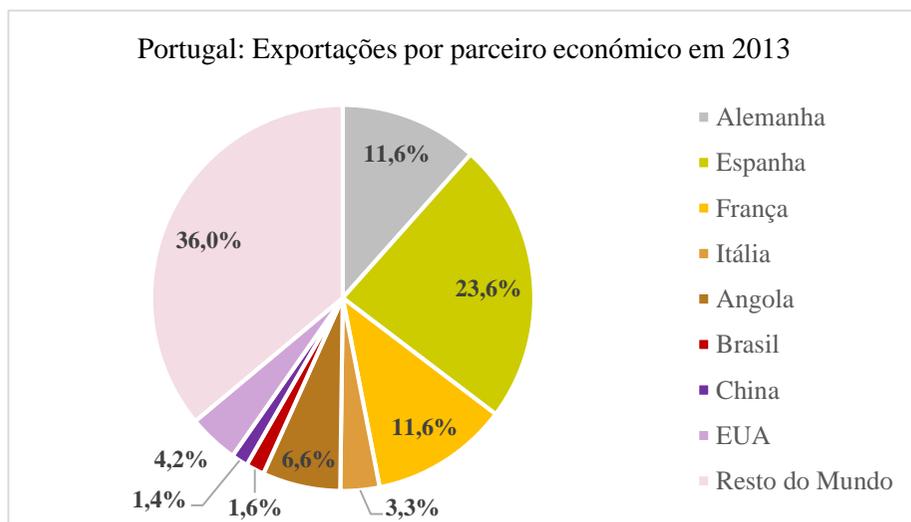
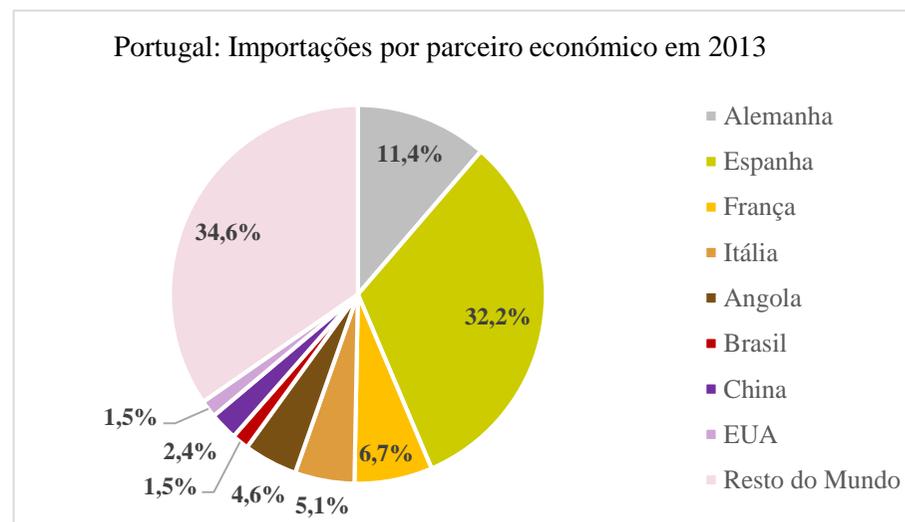


GRÁFICO 22.



Fonte: Elaboração própria através de dados retirados de *BP Stats – Estatísticas On-line do Banco de Portugal* (via *Instituto Nacional de Estatística*).