

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A RETOMADA DO CRESCIMENTO PORTUGUÊS (2010 – 2018 ).**  
**POLÍTICAS ECONÔMICAS, FLUXOS DE CAPITAIS E UNIÃO**  
**MONETÁRIA.**

LUCAS MOREIRA LÔBO PINTO

Matrícula nº: 112061940

ORIENTADOR: ANDRÉ MODENESI  
COORIENTADOR: PATRICK FONTAINE

OUTUBRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A RETOMADA DO CRESCIMENTO PORTUGUÊS (2010 – 2018 ).**  
**POLÍTICAS ECONÔMICAS, FLUXOS DE CAPITAIS E UNIÃO**  
**MONETÁRIA.**

---

LUCAS MOREIRA LÔBO PINTO

Matrícula nº: 112061940

ORIENTADOR: ANDRÉ MODENESI  
COORIENTADOR: PATRICK FONTAINE

OUTUBRO 2019

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a realização deste trabalho, assim como o término do curso aos familiares que me deram suporte para constante busca pelo progresso em minha vida. Pelos professores que conheci e admirei ao longo da vida, me suscitando o gosto pelo conhecimento específico.

Assim como aos colegas de curso mais próximos, professores ilustres do Instituto, em especial ao professor e coorientador PATRICK FONTAINE que esteve sempre disponível em me auxiliar e orientar neste objeto de estudo.

## **RESUMO**

Esta obra tem como objeto de estudo identificar as políticas e fatos que levaram Portugal à estabilidade e eminente recuperação econômica bem como as restrições ainda presentes em sua economia que atravancam uma estabilidade duradoura e crescimento consistente. A criação da Zona do Euro intensificou a distinção de dois blocos no continente Europeu, com países “periféricos” (do Sul) que tinham como característica o déficit crônico na balança Comercial devido à falta de competitividade e desemprego e países centrais (do Norte) que tinham situação oposta, porém ambos com restrição em sua política monetária. O trabalho mostra como a crise de 2008 repercutiu na Europa e expôs os problemas originados pós tratado de Maastricht. Para isso foram utilizados dados históricos das economias de Portugal e Europa, de forma a comparar a repercussão e andamento de descritas economias à medida que decisões conjuntas eram tomadas para países com características diferentes. Também foi objeto de estudo o movimento financeiro/especulativo a medida que um país (Portugal) teve sua nota de rating alterada bem como crescimento (volume e velocidade) da dívida e necessidade de financiar-se a um custo maior.

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Saldo líquido anual em conta corrente.....	26
Tabela 2 – Dívida soberana como proporção do produto (PIB).....	26
Tabela 3 – Déficit em conta corrente anual de Portugal.....	27
Tabela 4 – Legenda adaptada para classificação de risco para que a figura 8 pudesse ser criada.....	37

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Saldo comercial de Portugal desde antes do início da zona do Euro até 2018.....	14
Figura 2 – Percentual de exportação destinada a países parceiros da União Europeia.....	17
Figura 3 – Percentual de importação proveniente de parceiros da União Europeia.....	17
Figura 4 – Variação do Produto Interno Bruto Português do início dos anos 2000 até a sua real recuperação pós 2013.....	21
Figura 5 – Rendimento médio anual de um título de 10 anos emitido pelo Tesouro Português.....	22
Figura 6 – Histórico inflacionário anual de Portugal.....	23
Figura 7 – Gasto em Proteção Social ao longo dos anos em dois países de cada bloco da União Europeia.....	31
Figura 8 – Migração de capital da conta Financeira Portuguesa desde adaptação para entrada na Zona do Euro proposta em Maastricht até 2018.....	34
Figura 9 – Nota de Rating de Portugal estipulada pela empresa Fitch Ratings ao longo do século XXI.....	36
Figura 10 – Evolução da Taxa Euribor (Uniforme para países pertencentes à UE) .....	40
Figura 11 – Evolução do gasto público português ao longo dos anos 2008 – 2018.....	43
Figura 12 – Pessoas sob risco de pobreza (em milhares) acumulado desde 2008.....	46
Figura 13 – Desemprego comparativo entre Portugal e a União Europeia.....	47
Figura 14 – Coeficiente de Gini, que representa o medidor de desigualdade de renda em um local. Quanto mais próximo a 1, mais desigual é a renda local e vice-versa.....	47
Figura 15 – Evolução anual do Produto Interno Português x União Europeia entre 2012 – 2018.....	48

## Sumário

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>I – A CRIAÇÃO DA ZONA DO EURO.....</b>	<b>11</b>
1.1 – CONTEXTUALIZAÇÃO.....	11
1.2 – TRATADO DE MAASTRICHT E PERÍODO DE (1992 - 1999).....	12
<b>II – CAMINHO E ECLOSÃO DA CRISE. (Problemática; Medidas iguais para países diferentes).....</b>	<b>18</b>
2.1 – PERÍODO DE (1999 - 2008).....	19
2.2 – PERÍODO DE (2008 – 2014).....	22
2.3 – MIGRAÇÃO DE CAPITAL DE ACORDO COM A TAXA DE JUROS MÉDIA DE UM TÍTULO EMITIDO E O RISCO PAÍS.....	33
2.3.1 - DÍVIDA SOBERANA X MIGRAÇÃO DE CAPITAL.....	33
2.3.2 – VELOCIDADE DE CRESCIMENTO DA DÍVIDA SOBERANA X MIGRAÇÃO DE CAPITAL.....	35
2.3.3 – CLASSIFICAÇÃO DE RISCO X VARIAÇÃO NA TAXA DE JUROS.....	36
<b>III – A RETOMADA DO CRESCIMENTO.....</b>	<b>38</b>
3.1 – MEDIDAS EFETIVAS E RESULTADO OBTIDO.....	40
3.2 – LIMITAÇÕES AINDA PRESENTES.....	47
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>52</b>



## INTRODUÇÃO

O intuito de formar de um bloco econômico no continente europeu compreendido pela criação de uma zona de união monetária, tinha como objetivos principais a convergência nas trajetórias de desenvolvimento, a provisão de maior estabilidade aos países membros e a criação de mecanismos de ajuda mútua entre países pertencentes. Ainda que divergissem em sua trajetória histórica que repercutia em como se encontravam economicamente no presente momento, integralizar significava estreitar laços com o intuito de estabilizar o que já havia sido construído individualmente anteriormente e tirar vantagens com a otimização de uma região na qual países fronteiriços possuíam uma estável relação por muito tempo. Com isso, esperava-se ampliar o bem-estar, facilitar a logística, gerar unidade, tornando a região um mercado unificado, e otimizando região com uma série de medidas liberalizantes que foram tomadas previamente para que os países estivessem prontos para pertencerem a uma zona monetária ótima.

Porém não foi o que se viu após a assinatura do tratado de Maastricht que visava criar critérios para gestão das economias dos países que posteriormente pertenceriam a zona econômica ótima. Dois blocos se formaram com características muito distintas, porém semelhantes entre países pertencentes a cada bloco. Os países do norte (Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia e Holanda), industrializados, superavitários e os do Sul (Espanha, Grécia, Itália e Portugal), deficitários, menos competitivos e menos estáveis.

O objetivo do texto é descrever a trajetória da economia Portuguesa ao longo do processo de integração, e de que maneira Portugal encontrou a retomada para o crescimento. Para que isso ocorresse, foi necessário contornar problemas crônicos como o crescente déficit comercial devido à baixa competitividade e restrição monetária/cambial e alto crescimento da dívida soberana que não só travavam seu crescimento como ampliavam desigualdades e não permitiam o país sair da crise eclodida com o estouro do *subprime* norte americano que alastrou-se por toda Europa e impactou de forma mais significativa em países que apresentavam debilidades em relação a outros do mesmo bloco econômico. Tais debilidades e divergências entre blocos econômicos não foram o motivo da crise, porém foram expostas quando esta alastrou-se pela Europa e repercutiu de diferente maneira nos dois blocos mencionados anteriormente.

O impacto da crise de 2008 pôde ser absorvido e neutralizado pelas economias “do norte”, porém não aconteceu da mesma maneira com os países “do sul”. Tampouco funcionou

o mecanismo de resgate proposto na criação da zona no qual países com maior capacidade/estabilidade econômica ajudariam a promover o resgate/estabilidade geral da região em casos de crise ou grandes disparidades. De fato, a mobilidade de recursos não ocorreu como previsto pelos preceitos neoliberais estipulados na criação da zona.

O trabalho está dividido da seguinte maneira: Introdução, três capítulos que contextualizam e possuem encadeamento lógico e a conclusão que formaliza e condensa as ideias apresentadas ao longo dos capítulos. O primeiro capítulo contextualiza o que vinha ocorrendo na Europa, em especial em Portugal antes da criação da zona do Euro. O segundo trata dos problemas causados pela criação da união monetária, os problemas específicos de Portugal, da crise que abalou o mundo em 2008 e suas implicações especialmente em economias mais frágeis. O último capítulo descreve de que maneira Portugal conseguiu superar a recessão e trilhar uma trajetória de crescimento, e pontua o que ainda resta a ser feito para que a recuperação seja duradoura.

## 1 –A CRIAÇÃO DA ZONA DO EURO

A ideia de criar um bloco econômico integrado era de promover uma união econômica, mas também política. A criação da União Europeia e de uma zona monetária comum poderia afastar definitivamente o risco de mais conflito entre grandes economias europeias. Ao mesmo tempo, o espaço econômico europeu seria grande o suficiente, em produto interno e população, para colocar-se como um *player* capaz de fazer frente à economia estadunidense no jogo geopolítico. A união de forças proveria aos europeus uma voz mais ativa e independente no sistema econômico mundial, e potencializaria os laços políticos internos, objetivando melhorar a qualidade de vida de seus habitantes ao otimizarem regiões fronteiriças próximas.

A zona supostamente ótima reduziria os custos transacionais entre os membros da região. Imaginava-se que países membros teriam suas características alinhadas por um Banco Central atuante ao estarem sob as mesmas condições após alguns anos.

Indeed, since the adoption of the euro as the single currency in 1999, it was hoped that the monetary union would promote an improvement of the economic and financial integration and, coupled by the output expansion that occurred in the 2000s, would help Euro area's least developed countries (periphery, namely: Greece, Ireland, Portugal, Spain, Italy, Cyprus) in a movement towards convergence with the development level achieved by Euro area's core countries (namely: Germany, Netherlands, Austria, Finland, Luxembourg, France, Belgium). (MODENESI e DUARTE, 2016, p.4)

Uma série de medidas foram designadas para que os futuros países pertencentes tivessem sob a mesma égide e políticas econômicas pudessem ser uniformizadas, porém não se levou em conta as diferentes características de cada região e que uma medida igual para todos, repercutiria de diferentes maneiras a depender do local.

### 1.1 - CONTEXTUALIZAÇÃO

O mundo convergia para globalização, a busca pela estabilidade política após décadas de entraves com duas guerras mundiais e a guerra fria impondo restrições cambiais e monetária ao redor do mundo, o fim do padrão ouro e a queda do muro de Berlim marcavam o fim de uma era conflituosa e instável porém dava lugar a grandes corporações, empresas transnacionais e rápido avanço tecnológico que configurava novas formas de poder indireto sobre países e cidadãos. O mundo se configurava de uma maneira mais dinâmica e de maior fluidez. Tanto do lado econômico, quanto do lado sociocultural.

A formação de blocos econômicos marcou tendência na época, que se organizavam como forma de defender interesses locais e mútuos com maior “voz” e influência nas conferências e acordos internacionais. Dentre eles estão: Cooperação Econômica da Ásia e do Pacífico (**Apec**) – (1989); Mercado Comum do Sul (**Mercosul**) - (1991); União Europeia (**EU**) – (1993); North American Free Trade Agreement (Acordo Norte-Americano de Livre Comércio – **Nafta**) - (1994)

Ao final da década de 1980, os fatos mais marcantes a mencionar sobre Portugal são: Entrada na União Europeia (1986), Abertura comercial, acordos multilaterais e abertura financeira.

O ambiente começara a ser moldado para que futuros conglomerados monetários fossem implantados e barreiras aduaneiras suspensas entre países pertencentes a um mesmo bloco dinamizado. Esse processo de globalização (precedida de uniões monetárias e aduaneiras), terminou, como se pretende argumentar, prejudicando países menos competitivos como Portugal.

## **1.2 – TRATADO DE MAASTRICHT E SUAS IMPLICAÇÕES**

O tratado firmado em 1992 e posto em prática em 1993 visava adaptar e moldar o continente para atingir a estabilidade econômica e política. Promoveu estabilidade cambial e livre mobilidade de capitais, porém restringiu completamente a autonomia com relação a política monetária de cada país. Uma série de medidas foram adotadas para que a posterior união monetária fosse implementada em 1999.

Como um dos principais aspectos constitutivos da união monetária, foi estabelecida a livre circulação de: **Bens; Serviços; Pessoas; Capitais**. Outros quatro pilares que tiveram como objetivo alinhamento e estabilidade foram:

- Déficit público anual inferior a 3% do PIB
- Inflação anual não superior a 1,5% da média dos três países da UE com as melhores taxas de inflação
- A dívida pública não pode ser superior a 60% do PIB ou caso ultrapasse, esforços para que a diminuição aconteça, devem ser evidentes.

- As taxas de juros de longo prazo não podem ser superiores a 2% a média dos países que detêm a melhor estabilidade de preços.
- Participação no mecanismo de equalização das taxas de câmbio por pelo menos dois anos. Mecanismo no qual assegura que flutuações entre o Euro e moedas locais não interfiram na estabilidade do mercado unificado. Flutuação limite de 15% em relação a taxa de câmbio geral estabelecida.

Países que não cumprissem com os termos do acordo, estavam sujeitos a penalidades financeiras.

A obra de Robert Mundell, de 1961 (Teoria das Áreas monetárias ótimas), foi inspiração para o desenvolvimento do projeto. O autor preconizou diretrizes que, no entanto, não foram cumpridas à risca pelos elaboradores do projeto, o tornando desprovido de enlases e articulações que permitiriam que disfuncionalidades intrínsecas ou eminentes choques fossem solucionados sem maiores dificuldades.

Além dos itens supracitados, o autor entendia que para que a zona funcionasse harmonicamente, ela teria de estar muito integrada em todos os sentidos, de forma que praticamente representassem um mesmo país, seja em momentos oportunos, em adversidades ou quando precisasse de um esforço extra como incentivo fiscal, transferência de renda ou mobilidade migratória para que tais zonas convergissem.

A seguir, as explicações sobre as principais diretrizes necessárias para que uma zona monetária comum pudesse funcionar de maneira adequada:

**Alta integração regional:** Livre comércio e transferência de capitais e pessoas. O câmbio fixado reduziria os custos de transação, a volatilidade, incerteza de ativos financeiros e o poder de compra dos trabalhadores em diferentes regiões caso estes necessitem migrar.

**Flexibilidade de preços e salários:** Conceito neoclássico distributivo de ajuste no qual redistribui naturalmente pessoas e capitais em um espaço delimitado. Lei da oferta e demanda no qual o salário é o ponto de equilíbrio

**Mecanismo fiscal de ajuste:** Transferências, subsídios e incentivos fiscais de regiões mais ricas ou que já atingiram o equilíbrio para regiões que não conseguiram atingir suas metas fiscais e desenvolvimentistas.

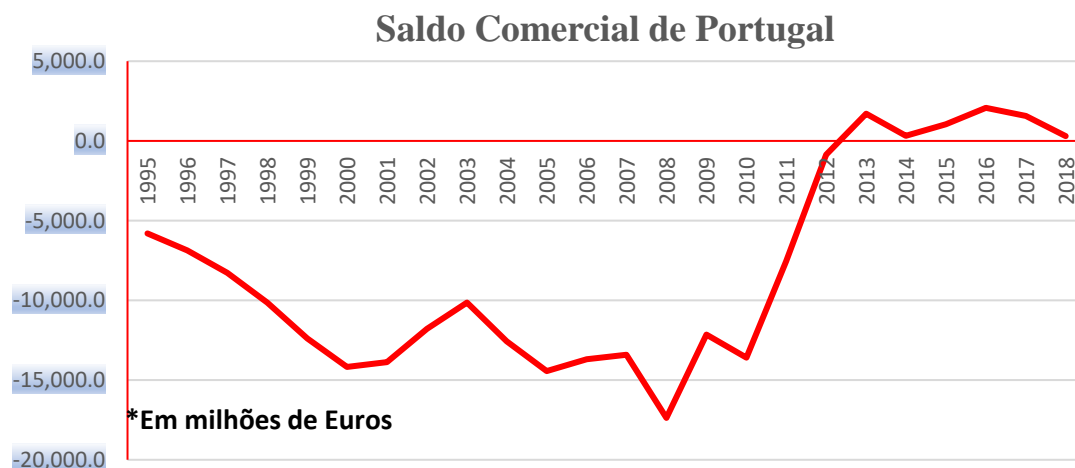
**Mundell ainda ressalta que tal mecanismo de transferência quando há grande disparidade causada por choques, seria fundamental para garantir a estabilidade e continuidade da área.** Fato que não ocorreu e foi um catalizador/intensificador da crise reverberada em 2008.

**Ciclo de negócios sincronizado:** Para que políticas uniformes funcionem em locais distintos, os países integrantes teriam de estar em situação mais alinhada possível para que dado uma taxa de câmbio e juros igual, não repercuta de diferente maneira em diferentes locais. Por isso a preocupação em que os membros da UEM (União econômica e monetária) convergissem, para que políticas econômicas elaboradas pelo BCE (Banco central Europeu) tenham os mesmos efeitos em toda região integrada.

Tais condições seriam consideradas como instrumentos que permitiriam o mercado operar sozinho.

O fato de Portugal ter que manter uma alta a taxa de juros nos anos anteriores a sua entrada na União Monetária para atrair capital externo e valorizar a taxa de câmbio ( que era um dos pré-requisitos do tratado de Maastricht, a equalização cambial) acabou se transformando em um dos principais problemas da zona do Euro, o direcionamento de políticas uniforme a países com características diferentes. A década de 90 (Até 1998), prévio a moeda unificada, representou um período no qual o país começou a perder competitividade devido à perda de flexibilidade na política monetária.

Figura 1 – Saldo comercial de Portugal desde antes do início da zona do Euro até 2018.



Fonte: Eurostat

Se observarmos a figura apresentada anteriormente, podemos perceber que Portugal encontrava-se em déficit comercial crescente ao adotar um aumento na taxa de juros quando o

país não possuía competitividade párea a outros países que lhe permitisse manter uma taxa de câmbio menor (câmbio mais valorizado como consequência da entrada de capitais e pós aumento da taxa de juros) que parceiros comerciais da região, período de 1993 - 1999. O resultado foram sucessivos e crescentes déficits na balança comercial devido a perda de competitividade, porém na época ainda havia alta oferta de crédito na região devido a mobilidade de capitais e o respaldo da União Europeia que posteriormente mostrou-se ausente. O mecanismo de transferência/resgate entre países membros, falhou.

“During most of the 2000's, current account deficits were financed by capital flows from the core to the periphery, fostered by the abundance of liquidity and low interest rates (sovereign debt yields from the periphery were close to the ones of core countries)” (MODENESI e DUARTE, 2016, p.5)

Nos primeiros anos da União Europeia, se por um lado a indústria que já não era competitiva e perdia espaço a passos largos, o crédito tornou-se de fácil acesso, e a postergação do problema competitivo, “rolagem” dos déficits comerciais sem que impactasse no encarecimento da dívida ou saída de capitais do país representava o combustível para falta de saídas e exposição de fragilidades em um momento de crise, choques assimétricos, quebra de confiança e redução de liquidez financeira a nível mundial, como ocorreu posteriormente em 2008. De fato, a crise de 2008 expôs e catalisou os problemas existentes em Portugal e outros países periféricos que serão comentados nas sessões seguintes; Baixa competitividade, dívida soberana crescente e um sistema social caro que não se sustentava a longo prazo com a ausência de crescimento no país ou de um mecanismo federalista distributivo na região.

“However, the worsening of the crisis in the Euro area in 2009 showed that the situation was not just an "external shock" originated in the USA, but a crisis with roots deeply inserted into the monetary union.” (MODENESI e DUARTE, 2016, p.4)

O fato de Portugal não ser competitivo em relação a países de sua região e as medidas implementadas em Maastricht terem impactado negativamente nesse processo é conhecido, porém seria possível indagar-se a respeito da competitividade em relação a países de fora da Zona do Euro. **As seguintes figuras 2 e 3 mostram o nível de integração comercial de Portugal para com seus parceiros da União Europeia, tanto em exportações ( 70% – 82%) quanto importações (70% - 80%) ao longo do século XXI**, ou seja, o seu baixo percentual

de exportação para outros locais do mundo dado sua baixa competitividade em relação a membros da União Europeia e a falta de dinamismo de seus parceiros comerciais. **Observa-se que o país é extremamente limitado ao continente europeu e não houve grandes mudanças ao longo do tempo.**

A modo de comparação, no outro extremo temos a Alemanha, que teve como limite ao longo de pelo menos duas décadas não mais que 65% de suas exportações para países membros da União Europeia, ainda levando em consideração estar entre os mais competitivos da região.

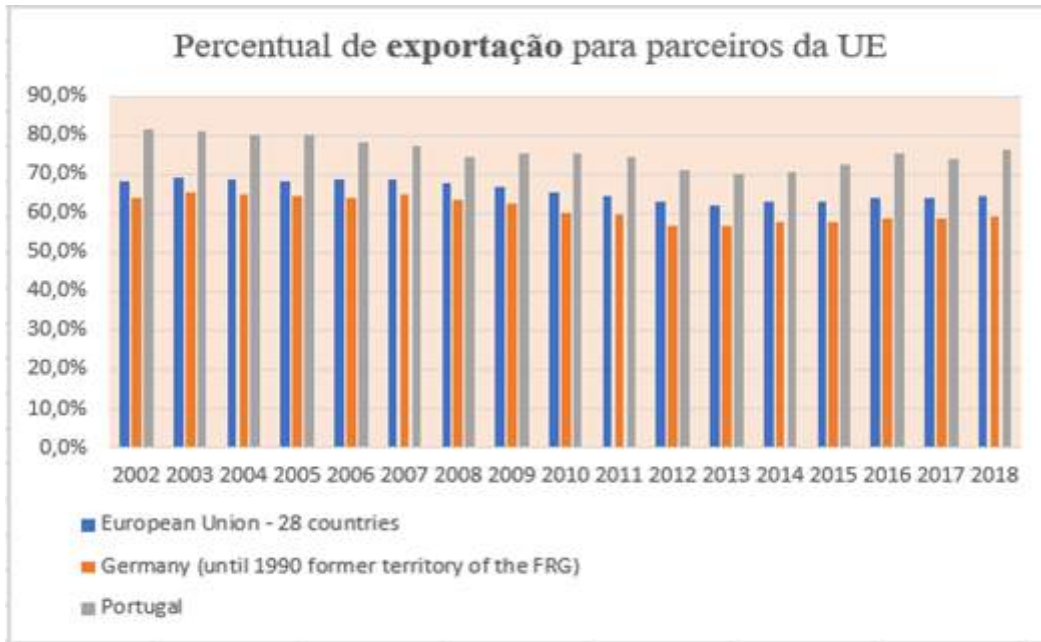
E por fim a média de países da União Europeia que é inferior (em dependência) ao nosso caso de estudo: Portugal.

Com todos esses dados observamos mais um sinal de alerta que já poderia ter sido notado e “corrigido” há tempos e não foi levado em consideração, quanto a vulnerabilidade em relação a diversificação nas relações comerciais de Portugal que em um momento de crise regional, impactaria de forma mais forte em países mais restritos.

O país possui cerca de 75% de seus bens transacionados apenas com tais países que em sua maioria possuem vantagem competitiva e “cambial” para com seus bens. Ou seja, não diversificando o destino de suas exportações dificilmente sairá do entrave externo no qual não pode fazer desvalorização cambial como via de ajuste ao BP e não possui uma produtividade industrial semelhante a outros países da União Europeia que são o maior destino em porcentagem de suas exportações, perpetuando o ciclo de defasagem competitiva. Ademais de estar mais vulnerável em caso de choques externos devido a concentração em seu comércio, como já comentado anteriormente.

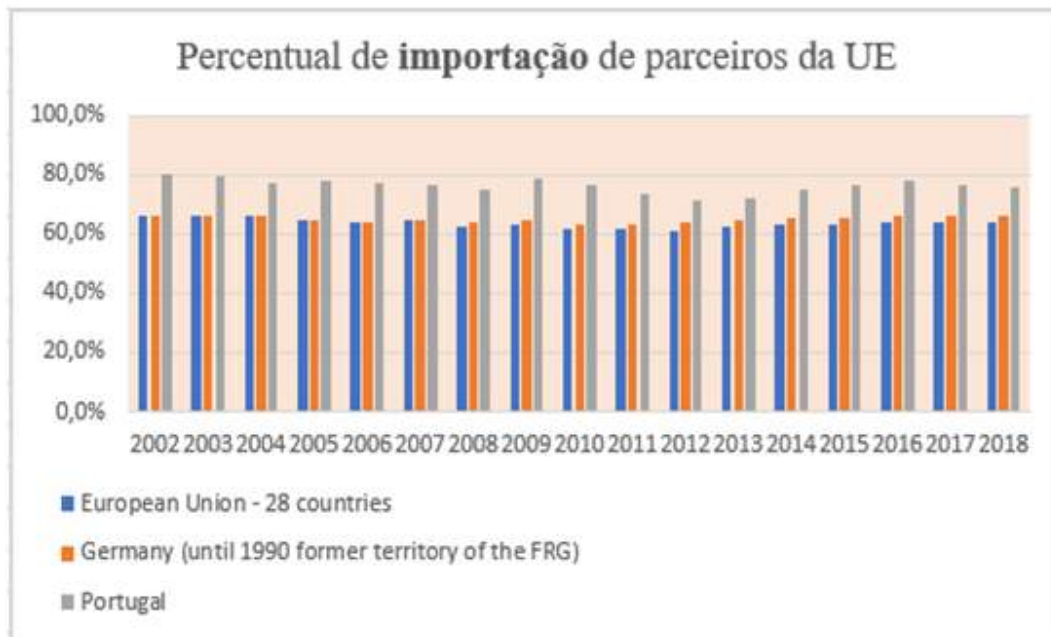
**Figura 2 – Percentual de Exportação destinada a parceiros da União Europeia**





Fonte: Eurostat

**Figura 3 – Percentual de importação proveniente de parceiros da União Europeia**



Fonte: Eurostat.

## **2 – CAMINHO E ECLOSÃO DA CRISE.** (Problemática; Medidas iguais para países diferentes)

Ao longo dos anos precedentes ao verdadeiro início da união monetária, no período compreendido entre o tratado de Maastricht e o início da circulação do Euro, algumas características já podiam ser notadas, fruto de medidas de coordenação para os países iniciarem

o processo de adaptação. A uniformidade da taxa de câmbio e juros configurou resultados diferentes da esperada convergência. Ao não levar em consideração a taxa de inflação e crescimento de diferentes países, a taxa uniforme de juros do Banco Central Europeu acabou sendo expansionista para países inflacionários como Portugal, Espanha e Grécia e contracionista para outros que já possuíam equilíbrio de preços como Alemanha, Bélgica, Holanda e Inglaterra. Portugal foi um dos que teve a menor taxa de juros real, estimulando a inflação, porém já não apresentava crescimento como previsto.

A medida que tais países do sul se tornavam menos competitivos, suas importações se tornavam mais baratas para seus habitantes, estimulando o consumo de importados e ampliando seus respectivos déficits.

A adoção da política monetária uniforme para diferentes locais fez com que o gap inflacionário intensificasse ainda mais a disparidade competitiva entre países do norte e os defasados do sul. Diferentes níveis de inflação acarretaram um problema na competitividade, pelo encarecimento da produção e necessidade de constantes reajustes no salário real, além do fato de que os que apresentavam maior inflação (que tornavam suas exportações mais caras), eram os mais atrasados tecnologicamente.

O problema em que Portugal se encontrava, ampliou-se por tornar-se menos competitivo via aumento inflacionário. No princípio, a solução encontrada foi a contração de empréstimos para financiar os déficits, facilmente obteníveis devido ao respaldo da moeda forte e da integração com economias pujantes. No entanto, quando eclode a crise em 2008, os países periféricos, mais vulneráveis e desprevenidos, dentre eles Portugal, não puderam sustentar a trajetória de absorção de empréstimos. Além disso, ao longo dos anos tornou-se cada vez mais claro que o mecanismo “federalista”, uma das pré-condições estabelecidas por Mundell para que as medidas liberais de uma “região ótima” funcionasse, não seria posto em prática.

Portanto, desde o início da zona do Euro (1999) indícios são notados de que a região não funcionaria estavelmente se não houvesse remanejamentos e ajustes necessários para o longo prazo ou caso houvesse de uma abaladora crise como no caso de 2008, desestruturasse e exporia as debilidades da região de forma inimaginável.

## **2.1 – PERÍODO DE (1999 - 2008)**

No tocante a acontecimentos históricos, em 1999 as taxas de câmbio dos países membros foram estritamente fixadas e a política monetária tornou-se uniforme para os membros

da região. Entre 1999 – 2002, moedas de onze países circulavam em conjunto com o Euro em território nacional. A partir de março de 2002, apenas o Euro circulava em qualquer país do continente.

Passado a fase de adaptação da zona, a partir de 2002, os países pertencentes e porventura algum novo país que pretendesse adentrar, teriam que cumprir à risca critérios estritos estabelecidos em Maastricht, citados no tópico 1.2 do **capítulo I**, caso contrário estariam suscetíveis a sanções.

O que ocorreu nesse período representou uma intensificação do que já estava em processo e questionamentos sobre a zona já estavam sendo levantados antes mesmo do estourar da crise. Desde 1999 ocorrem sinais de ruído e desequilíbrio nas economias periféricas, porém com a criação da União monetária; com a taxa de juros uniforme para situações inflacionárias diferentes, a política monetária do bloco tornou-se expansionista para alguns países (Espanha, Irlanda, Grécia e **Portugal**) e contracionista para outros, seja pela má interpretação da necessidade de cada local ou a falta da capacidade em direcionar diferentes políticas. Além disso, de acordo com Fontaine (2011) países de menor escala estão mais suscetíveis a choques e costumam ter maior variação anual no nível de preços. **A divergência de inflação acarretou um problema de competitividade.**

“The european Monetary system treated equally the different”. (FONTAINE, 2011, p.8). O sistema monetário Europeu tratou de forma igual o diferente. Não respeitou as diferenças básicas entre as economias de cada país. Os aspectos positivos e os a serem melhorados de cada região, fazendo com que estivessem sob a mesma égide ao mesmo tempo que não tinham a mesma estrutura econômica.

O que ia se apresentando como tendência, acabou tornando-se evidente que Europa se encontrara “dividida” economicamente em dois grupos (norte e sul) com características opostas, porém similares dentro deles. Ambos inseridos em sua quase totalidade em uma zona de união monetária e livre comércio.

O Norte, abrigando países como; Alemanha, Holanda, Bélgica, Finlândia e Áustria. Detinham uma boa administração pública fazendo com que tenham situação fiscal sustentável, industrializados, superavitários e termos de troca favoráveis. (Artus 2011).

O Sul, cujo perímetro abarca países como; Itália, Espanha, **Portugal**, Grécia e Irlanda possui, como já mencionado anteriormente, situação oposta ao norte, além da dificuldade em produzir

algum produto competitivamente exportável e poder proporcionar um equilíbrio no saldo externo.

Artus (2011), citou algumas providências sugeridas para que continue sendo viável estarem inseridos sob a mesma união monetária:

- Redução das maiores heterogeneidades dentro das duas regiões
- Redução da velocidade de crescimento do déficit fiscal que não promove nenhum avanço no “Sul”, falta de inovação e crescente tributação.
- Melhor distribuição da renda no Norte, que se encontra mais heterogênea que no sul.
- Maior mobilidade de trabalho entre norte e sul, abrindo a possibilidade de remanejamento dos empregados para outros países que ofereçam melhor oportunidade no momento e aloque os desempregados em outras regiões com mais emprego.
- Incentivo fiscal entre países, transferência de renda como forma a pujar a região mais defasada, pois mesmo que o Sul realize um extremo esforço para readaptar suas características, ainda não teria capacidade para estar como o norte.

Nota-se que todas propostas de remediação do problema foram parecidas ou de fato condições pré-estabelecidas por Mundell em sua obra longínqua para que uma zona monetária funcione harmonicamente, sem desequilíbrios.

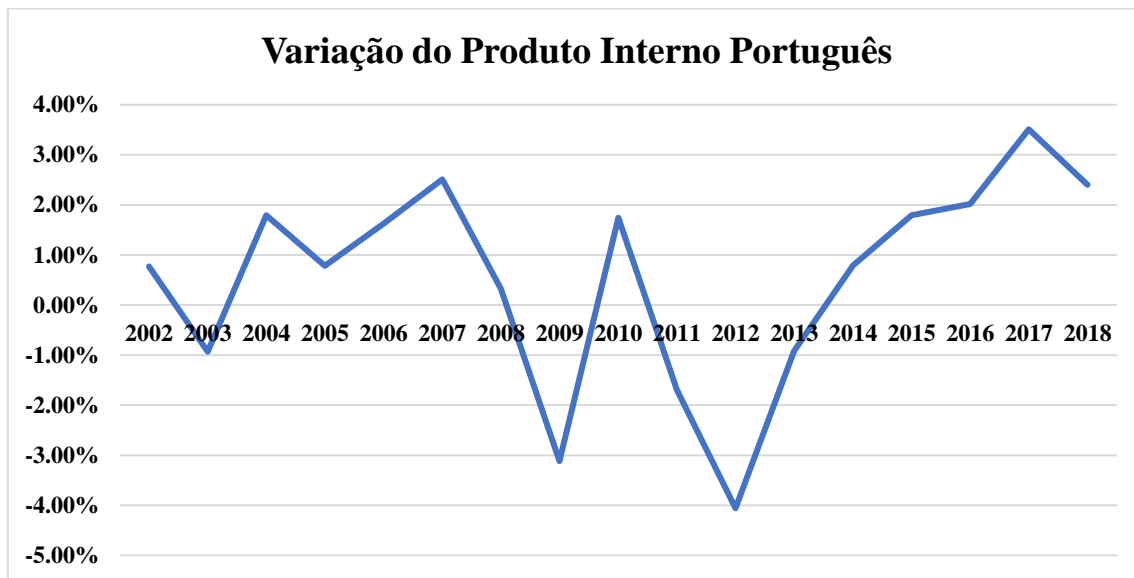
A entrada de Portugal na zona do Euro e a estabilidade cambial atingida no início dos anos 90, fez com que mais crédito fosse disponibilizado ao país, que investidores internacionais confiassem mais para realizarem investimentos no local inflando o mercado local e estimulando o nível de atividade econômica do país no início dos anos 2000.

Portanto, segundo Villordes (2018), no caso português, foi observado um período de alto endividamento dos bancos e famílias, o crédito externo improdutivo inundou o país devido à intensificação da falta de competitividade e restrição monetária/cambial dos países periféricos e do falso respaldo federalista regional, aumentando as dívidas interna e externa.

A uniformidade de moeda e política monetária padronizada para os países foram dois fatores que por fim cessaram a autonomia nacional sobre as diretrizes econômicas e por conseguinte, alguns afirmam que também a democracia em países periféricos, pois estes estavam presos a um sistema de constante desequilíbrio em suas contas externas, enquanto os países considerados desenvolvidos, ainda que também tivessem suas políticas econômicas

impostas pelo núcleo do parlamento Europeu, recebiam proveito destas, por serem mais competitivos.

Figura 4 – **Variação do Produto Interno Bruto Português do início dos anos 2000 até a sua real recuperação pós 2013.**



Fonte: Pordata. Elaboração própria.

A figura 4 denota o crescimento inconsistente disponibilizado pela abundância de crédito interno e externo aliado a ruídos relativos à competitividade na economia do início dos anos 2000 até a crise de 2008 que já refletiam no Produto Interno do país para somente a partir de 2014 haver a retomada de uma consistência no crescimento.

## 2.2 – PERÍODO DE (2008 – 2014)

O fato da Europa não estar caminhando para convergência no decorrer dos anos 2000 não era uma novidade, porém um acontecimento mundial foi capaz de expor as divergências acumuladas ao longo de anos entre os países da zona do Euro; O estouro da crise do *subprime* nos Estado Unidos que repercutiu de diferentes maneiras e prejudicou mais incisivamente países que tinham como característica o déficit crônico na conta corrente por serem menos competitivos e utilizarem da constante rolagem da dívida soberana via financiamento externo.

Em um momento no qual a liquidez mundial é cessada, a oferta de crédito internacional torna-se limitada, logo, havendo restrição na política monetária, a Portugal não restou opção senão emitir títulos de dívida com taxa de juros mais elevadas justamente no momento mais delicado de suas contas, em que mais necessitava de crédito e recursos para a cobertura de seus déficits comerciais.

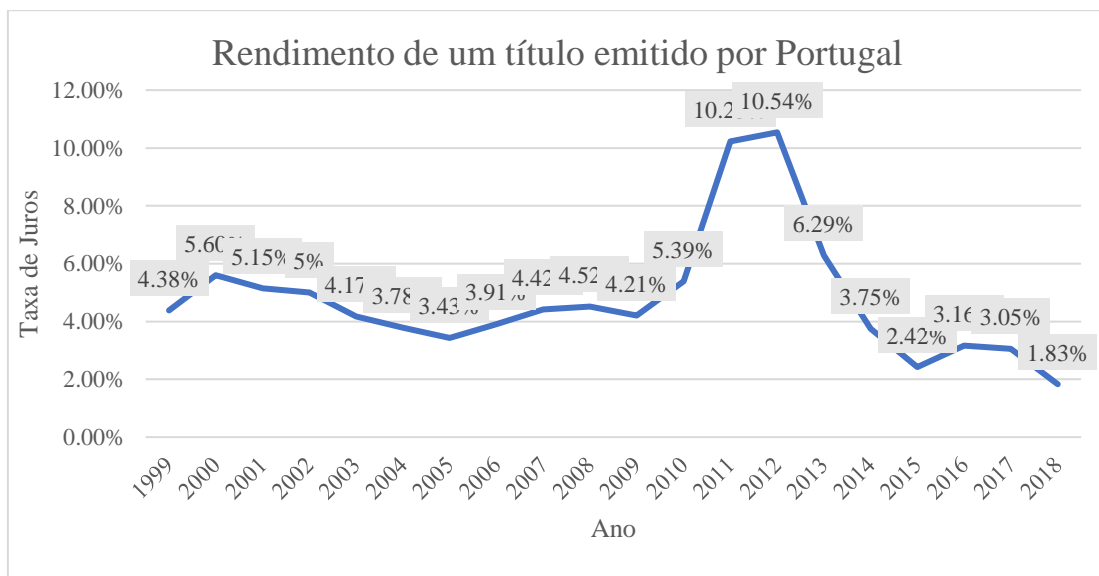
Países sem superávit comercial, tiveram que emitir dívida como forma de financiar seu impasse financeiro fruto da dívida bancária do *subprime*. Os países que mais se prejudicaram, não foram os de maiores dívidas/PIB em si, mas os de pior situação no Balanço de pagamentos e menor capacidade de pagamento de dívida de forma sustentável. Portugal era o segundo nessa lista, após a Grécia, além do fato de que Portugal já amargava uma carga relativamente alta de dívida sobre o produto para um país em constante déficit.

Maybe if subprime had not occurred, the asymmetry between northern and Southern countries would never be exposed. The critical situation of a crisis, revealed what was camouflaged by growth rates: A complete imbalance between countries on the interior of the zone. (FONTAINE, 2012, p.21).

Percebe-se que como já havia sido dito, que o caminho em busca da convergência entre países já não era trilhado da forma correta, mas o que deixou evidente a discrepância e falta de unidade entre os países, foi o desenrolar da crise de 2008.

A seguir, a figura com a taxa de juros média anual de um título de 10 anos emitido por Portugal ao longo do tempo. Note o momento explosivo entre os anos de 2010 – 2012.

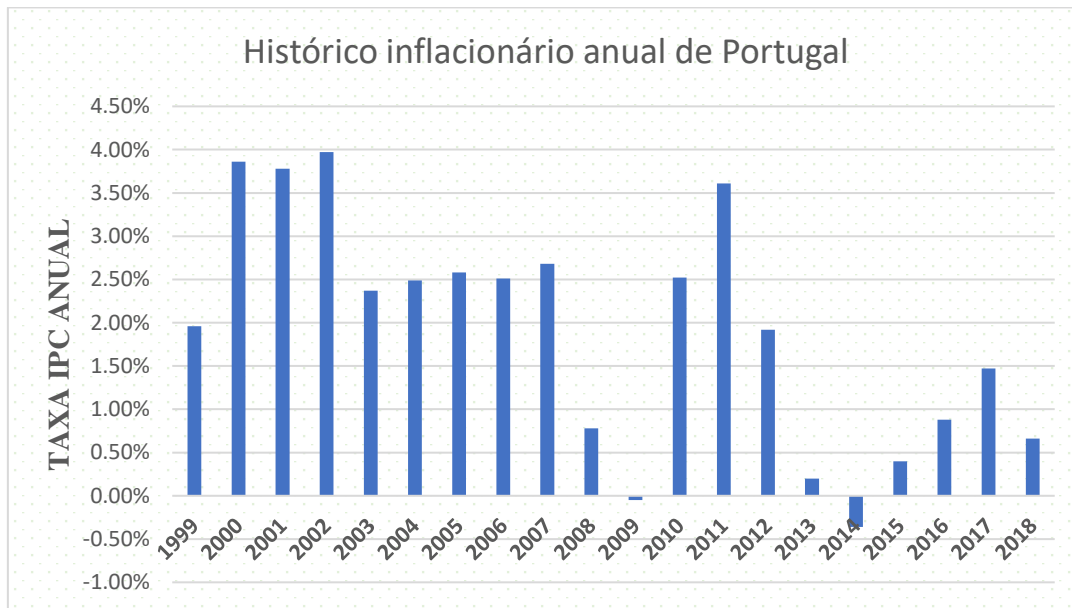
Figura 5 – **Rendimento médio anual de um título de 10 anos emitido pelo Tesouro Português.**



Fonte: Banco de Portugal. Elaboração própria.

A seguir, a tabela contendo a inflação anual (IPC – Portugal), na qual pode-se notar o avanço inflacionário pós 2008 como havia sido comentado anteriormente, justamente nos anos em que os títulos com maiores taxas de juros foram emitidos em operações de *open Market* (2010-2012) prejudicando ainda mais a competitividade portuguesa que é um exemplo de país com características do grupo “sul”, como já foi comentado.

Figura 6 – **Histórico inflacionário anual de Portugal**



Fonte: Inflation.eu

A bolha da crise do *subprime* começou a se inflar a partir do momento em que empréstimos imobiliários eram concedidos sem controle nem uma ideal classificação de risco, na qual agências eram subornadas.

Como os EUA é um mercado financeiro central no qual atuam diferentes agentes de diferentes locais do mundo, **ativos erroneamente classificados eram vendidos em diferentes localidades do mundo, alastrando o problema para uma crise global**. Mesmo que tenha sido em proporções diferentes que dos EUA, a corrida bancária catalisou e intensificou o processo oriundo na quebra da confiança. A financeirização de títulos mal classificados fez com que a crise se tornasse global, importou a crise para Europa.

Quando a recessão entrou em curso, o déficit se expandiu e o sistema financeiro na Europa entrou em colapso impactando mais fortemente países que já apresentavam defasagem comercial em relação a parceiros comerciais e restrição em sua política monetária.

O padrão de desenvolvimento via endividamento esgotou-se em 2008 quando a crise financeira proveniente dos EUA se alastrou e impactou mais fortemente países que já estavam com maior endividamento, baixa competitividade e política monetária restrita. Portugal foi um dos exemplos. A resposta na maioria dos casos foi a o resgate financeiro sujeito ao cumprimento de uma política de austeridade.

Observa-se que os periféricos se financiavam principalmente via emissão de dívida externa por possuírem vantagem de terem uma moeda comum forte, porém como sua dívida era separada do resto do bloco (cada banco central emitia por conta própria), arcavam com uma taxa de juros mais densa em seus respectivos financiamentos.

Devido a obviedade de que tais países não obteriam saída (fiador de última instância) para a eminente falta de recursos destinados ao cobrimento da dívida que começava a ser questionada ao estalar da crise, impuseram medidas de austeridade<sup>1</sup> para a concessão de empréstimos pelo FMI e pelo organismo que seria o mediador justo para região integrada, BCE, através de empréstimos subsidiados.

O que mais comprometeu a estabilidade financeira dos países foi a sua não sustentabilidade nas contas do BP que repercutiam no aumento da dívida pública a um nível galopante tornando o país insolvente a longo prazo. Países como Itália e Bélgica possuíam maior dívida como proporção do PIB em relação à Espanha, Irlanda e Portugal, porém não foram tão afetados quanto os citados por último. O único país que já estava em situação alarmante antes do estouro da crise, foi a Grécia.

**O êxito do país em lidar ou melhor, ter capacidade de não perder o controle do déficit em suas contas externa é que determinou a capacidade do país em solucionar seus entraves financeiros.**

Os preceitos de integração idealizados da zona do Euro não foram seguidos e num momento de crise em que medidas de urgência necessitavam ser tomadas, o gasto público seria menos controlado ainda, tanto por necessidade quanto pela probabilidade de intensificar uma recessão, ainda que o maior descontrole das contas de um país também representasse uma catástrofe.

---

<sup>1</sup> Redução do déficit fiscal; Congelamento de salários do setor público; Aumento de impostos e demais medidas previamente determinadas no acordo de Maastricht.



As medidas tomadas a partir de então variaram de país para país, expondo a falta de coordenação de políticas e unidade/federalismo do bloco. Medidas que atenuassem a crise deveriam ser tomadas prontamente e só posteriormente o desenvolvimento deveria ser visado.

A saída encontrada pelos países do norte foi via superávit no BP, enquanto os do Sul se depararam com um problema ainda maior, crise da dívida soberana, pois não gozavam de um arcabouço competitivo e consequentemente superavitário. Ainda que economias estáveis como EUA, Japão, Bélgica e França não representassem um risco de quebra mesmo com alta proporção de dívida/produto, enquanto economias mais frágeis como Portugal, Irlanda, Espanha e Grécia ao chegarem a tais níveis, a situação tornou-se alarmante, devido ao alto crescimento do déficit anual e baixa sustentabilidade da dívida, levando aos países periféricos, logo, também Portugal, a ter dificuldade na obtenção de crédito em um dos momentos mais recessivos de sua história, com o agravante de ter de controlar o gasto público sob risco de sofrer penalidades no cenário europeu.

Em detrimento do desequilíbrio e instabilidade nas contas públicas e externas que variavam de país para país, a crise repercutiu de diferentes maneiras em países com características diferentes que foram submetidos as mesmas políticas. Os países periféricos encontraram dificuldade em “rolar a dívida” no momento mais crítico e com maior necessidade de auxílio.

**Tabela 1 – Saldo líquido anual na Conta Corrente.**

GEO/ANO	Bélgica	Grécia	Espanha	França	Portugal
2003	3,5%	-8,5%	-3,9%	0,8%	-7,2%
2004	3,3%	-7,7%	-5,6%	0,5%	-8,3%
2005	2,1%	-8,9%	-7,5%	0,1%	-9,9%
2006	1,9%	-11,5%	-9,0%	0,3%	<b>-10,7%</b>
2007	2,0%	-15,2%	-9,6%	-0,1%	-9,7%
2008	-1,0%	-15,1%	-9,3%	-0,7%	<b>-12,1%</b>
2009	-1,1%	-12,3%	-4,3%	-0,6%	<b>-10,4%</b>
2010	1,8%	-11,4%	-3,9%	-0,6%	<b>-10,1%</b>
2011	-1,1%	-10,0%	-3,2%	-0,9%	-6,0%
2012	-1,0%	-3,8%	-0,2%	-1,0%	-1,8%
2013	-3,0%	-2,0%	1,5%	-0,5%	1,6%
2014	-9,0%	-1,6%	1,1%	-1,0%	0,1%
2015	-1,0%	-0,8%	1,2%	-0,4%	0,1%
2016	-6,0%	-1,7%	2,3%	-0,5%	0,6%
2017	7,0%	-1,8%	1,8%	-0,7%	0,5%
2018	-1,3%	-2,9%	0,9%	-0,6%	-0,6%

Fonte: Eurostat. Elaboração própria

Tabela 2 – Dívida soberana como proporção do produto (PIB)

ANO/GEO	Bélgica	Grécia	Espanha	França	Portugal
2005	94,7%	107,4%	42,3%	67,4%	67,4%
2006	91,0%	103,6%	38,9%	64,6%	69,2%
2007	87,0%	103,1%	35,6%	64,5%	68,4%
2008	92,5%	109,4%	39,5%	68,8%	71,7%
2009	99,5%	126,7%	52,8%	83,0%	83,6%
2010	99,7%	146,2%	60,1%	85,3%	96,2%
2011	102,6%	172,1%	69,5%	87,8%	<b>111,4%</b>
2012	104,3%	159,6%	85,7%	90,6%	126,2%
2013	105,5%	177,4%	95,5%	93,4%	129,0%
2014	107,5%	178,9%	100,4%	94,9%	130,6%
2015	106,4%	175,9%	99,3%	95,6%	128,8%
2016	106,1%	178,5%	99,0%	98,0%	129,2%
2017	103,4%	176,2%	98,1%	98,4%	124,8%
2018	102,0%	181,1%	97,1%	98,4%	121,5%

Fonte: Eurostat. Elaboração própria

As tabelas 1 e 2 apresentadas anteriormente expõem respectivamente; O crescente déficit anual pós 2008 e o crescimento da dívida soberana como proporção do PIB, apresentando um fato curioso que pode ser melhor observado através de números. Países com maior urgência em adquirir empréstimos e que lhes foram requisitados mais fortemente o cumprimento de medidas austeras para o concedimento de empréstimos, não foram

necessariamente os de maior proporção DÍVIDA/PIB, mas os que apresentavam sucessivos e crescentes déficits comerciais em suas balanças comerciais.

Os países escolhidos para integrarem as tabelas não foram ao acaso, o intuito, foi de observar como exemplo, que entre os anos de 2009 e 2012, Bélgica, Espanha, França e Portugal tinham um coeficiente parecido de DÍVIDA/PIB (Tabela 2), porém dentre estes, apenas Espanha e Portugal foram “acionados”, alertados para que cumpram o pacto de meta fiscal e de teto de dívida estabelecido em Maastricht sob risco de receberem sanções caso não se adequem.

Logo, um fator foi decisivo para que entre os países em destaque, apenas Espanha e Portugal, além de obviamente Grécia e Irlanda, virassem alvo de indagações e condicionantes para obtenção de crédito. Tal fator foi o crescimento e o alto grau de déficit anual em conta corrente do balanço de pagamentos (Tabela 1). Como exemplo, se observarmos o ano de 2010, Portugal obteve um déficit de 10,1% e uma dívida soberana de 96,2% do PIB enquanto a Bélgica apesar de ter a relação DÍVIDA/PIB configurada em 99,7%, número maior que Portugal, porém com superávit líquido de 1,8% em conta corrente.

Tabela 3 - Déficit em Conta Corrente anual de Portugal<sup>2</sup>

ANO	Déficit Portugal	ANO	Déficit Portugal
1996	-4,4%	2008	-12,1%
1997	-6,1%	2009	-10,4%
1998	-7,6%	2010	-10,1%
1999	-8,9%	2011	-6,0%
2000	-10,8%	2012	-1,8%
2001	-10,4%	2013	1,6%
2002	-8,5%	2014	0,1%
2003	-7,2%	2015	0,1%
2004	-8,3%	2016	0,6%
2005	-9,9%	2017	0,5%
2006	-10,7%	2018	-0,6%
2007	-9,7%	<b>EuroStat</b>	

Fonte: Eurostat

Na tabela 3 é possível observar que desde 1996, a medida que Portugal foi se adaptando as condições estipuladas pela cúpula da UE para ser um pertencente a zona do Euro, seu déficit

<sup>2</sup> Da cor mais escura para mais clara em ordem crescente de déficit – superávit.

foi crescente ano a ano, até que anos após o estouro da crise, um forte e impopular ajuste e restrição fiscal abrisse espaço para que posteriormente medidas heterodoxas, diferentes das que vinham sendo praticadas até o momento, fossem tomadas após a entrada de um novo governo com estratégias que visassem o crescimento voltassem a serem pensadas sem que compromettesse o equilíbrio de contas do país e repercutisse na volta do ciclo de déficit crônico. A dificuldade do país em gerar superávits deveu-se a falta de competitividade da indústria e o custoso sistema social e previdenciário.

Setores que costumam “sustentar” a grande parcela de produção e emprego de outros países como; Indústria, construção, energia e água, representam tão somente por volta de 25% do produto e do emprego de Portugal. A maior parcela da população ocupa-se na prestação de serviços, suscetíveis a choques de baixa demanda ou ocupação por temporada.

Nesse período tornou-se claro a falta de integração do sistema supostamente unificado e ótimo de países na Europa, que visava a ajuda mútua, amenização de disparidades e a estabilidade. Porém, após a crise, cada país foi tomando sua própria estratégia de resguardo, ignorando a necessidade do todo e que cada um representava uma célula de um órgão que se não funcionasse corretamente, prejudicaria a todos individualmente. Logo, as diferenças tornaram-se mais discrepantes e expostas devido à ausência dos pilares estipulados para o bom funcionamento de uma zona monetária ótima.

Não só a ausência de pôr em prática os requisitos para o bom funcionamento da área, mas não havia sido levado em consideração algumas peculiaridades citadas por Fontaine (2012) que atravancariam a otimização da região, especialmente em casos de maior necessidade, como após o estouro de uma crise.

Não levaram em consideração que na Europa a flexibilidade de salários encontrava-se em dificuldade de ser praticada devido ao forte poder sindical.

Em segundo lugar, a mobilidade de pessoas não seria automática, porém gradual, uma vez que fatores culturais, econômicos e comportamentais retardariam a migração automática quando necessário.

Em terceiro, a Europa não se uniu a ponto de promover uma união fiscal necessária para que se considere integrada. Os países não contribuíam de maneira considerável para os fundos comuns europeus, logo, o mecanismo redistributivo estaria comprometido.

“The Euro zone, conceived under a Neo-liberal paradigm, does not take into consideration the preconditions that neo-liberal themselves consider important for an optimal situation” – (FONTAINE, 2012, p.8).

Cada país começou a definir sua própria estratégia e a coordenação de políticas do bloco não foi feita. O salário real na Alemanha caiu em relação a outros países da EU, tornando-a mais competitiva ainda.

“If all the other countries of the zone had followed the same policy of cost contraction as Germany, demand would have fallen in all those countries, and none would benefit from this policy” – (FONTAINE, 2012, p.10)

O corte de impostos incidiu e beneficiou apenas as firmas, ampliando sua margem, o consumo da população não foi afetado pois poder de compra do trabalhador piorou ao passo que o salário real não era reajustado.

No mesmo caminho da redução salarial, a Alemanha adotou uma política de redução de custos trabalhistas e impositivos com o objetivo de atrair mais firmas para o país, tornando-a mais competitiva em detrimento de outras regiões. As zonas mais defasadas, além de serem menos competitivas, possuíam uma limitação no destino de suas exportações à majoritariamente países europeus, como se vê na figura 2, que demonstra o caso português. A Artus (2009) descreveu que a Alemanha jogava um papel duplo, absorvendo demanda europeia, e contribuindo para deprimi-la, ao reduzir em termos relativos os salários internos. Essa estratégia, efetiva do ponto de vista da ampliação dos postos de trabalho internos à Alemanha, contribuiu decisivamente para ampliação do desequilíbrio inter-regional.

“If we consider the loss of competitiveness that the inflationary countries faced after the creation of the Euro, it did not seem reasonable that it was Germany who tried to gain competitive cost advantages by reducing wages and cutting social contributions” – (FONTAINE, 2011, p.19)

A redução dos salários internos na Alemanha permitiu um ganho de competitividade com relação ao resto do mundo. A trajetória mais bem-comportada da inflação permitiu ao norte da Europa um ganho de competitividade frente aos países do sul da Europa, dado que ambos operavam na mesma moeda. No caso de **Portugal, tornou-se menos competitivo frente ao ganho Alemão, Holandês, Austríaco e Finlandês.**

Segundo Fontaine (2013), um país com restrição em sua política monetária, torna-se mais competitivo seja aumentando a produtividade, seja reduzindo seus custos (Via melhora na logística/infraestrutura ou redução salarial). Tais políticas acabaram tornando a Alemanha um país mais desigual, apesar de mais competitivo e mais rico.

“If most of the countries use it, the global result is that competitiveness barely changed and global demand in the zone would fall sharply as result of the workers loss of purchase power” (FONTAINE, 2011, p.11)

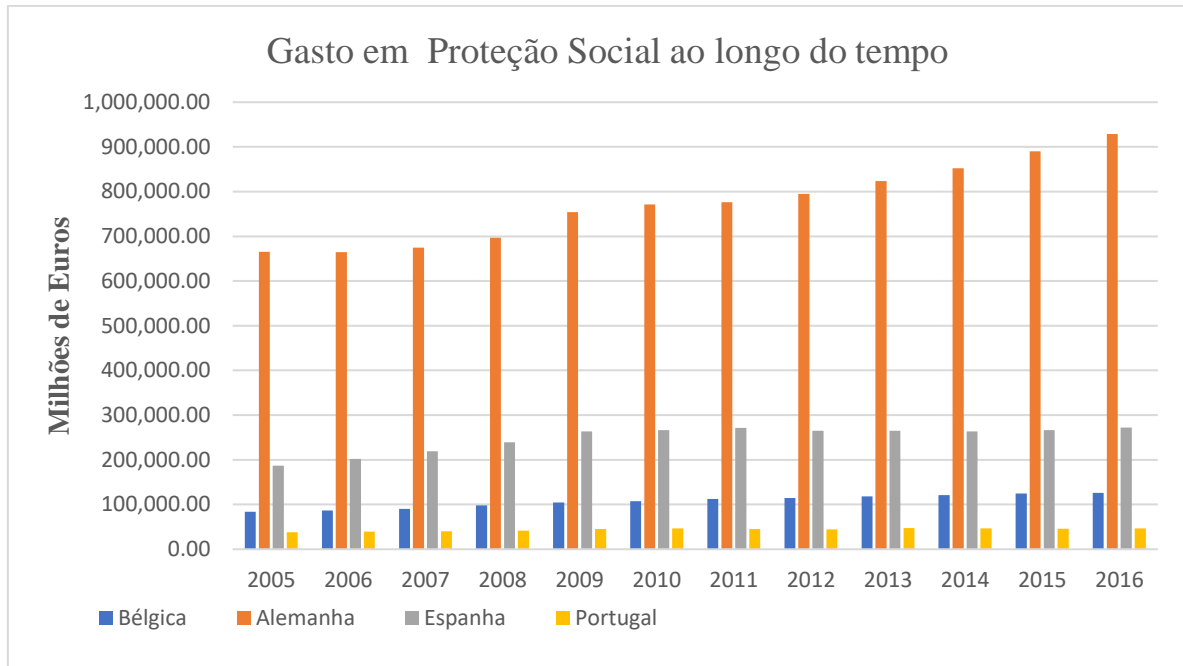
A posição da Alemanha pode ser vista como uma série de diretrizes em busca do aumento do superávit comercial em relação ao resto do mundo. Do ponto de vista da acumulação de superávits vis-à-vis o resto do mundo, essa política poderia ser entendida como uma estratégia neomercantilista. A questão crucial, é que pelo fato de a Alemanha estar inserida em um bloco econômico de união monetária, sua estratégia impacta diretamente em outros países, levando em consideração que a ideia original da aliança era o equilíbrio, estabilidade e uniformidade entre membros.

Ao mesmo tempo em que a brusca diminuição do crédito privado derivado da crise de 2008 na parte sul, fez com que o Estado continuasse arcando com uma sequência de déficits fiscais ao passo que havia perdido mais competitividade ainda, aumentando seus problemas e questionamentos internacionais referente a insolvência.

Para compensar uma menor arrecadação, os governos de regiões mais defasadas tiveram de diminuir o gasto público e tornarem-se mais austeros conforme ilustrado nas figuras; 7 e 11, para manter seu equilíbrio nas contas primárias, não só por obrigação em relação aos requerimentos externos como por necessidade.

Na figura a seguir, pode-se observar a evolução/retração do gasto em proteção social ao longo dos anos, demonstrando claramente que os países com risco de sofrerem sanções, como Portugal e Espanha foram os que mais “apertaram” as contas públicas para cumprirem o teto orçamentário.

**Figura 7 – Gasto em Proteção Social ao longo dos anos em dois países de cada bloco da União Europeia.**



Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

No âmbito social, também não houve coordenação de políticas de acordo com a necessidade de cada local, sem levar em consideração a carga tributária, seguridade social, saúde pública e previdência de cada local.

Estimular a competitividade com a redução de impostos/custos laborais poderia ser uma boa política se fosse implementada em regiões específicas, nas quais a inflação erodia a competitividade, fazendo com que os preços finais da produção não fossem competitivos no mercado internacional. (Espanha, Irlanda, Grécia e Portugal) e não em regiões já superiormente competitivas. (FONTAINE, 2011).

As consequências da tentativa de diminuição de custos com a redução do salário e corte de impostos para aumento da competitividade, foi o aumento da desigualdade após a também diminuição do gasto público e seus respectivos programas sociais para contrabalançar o corte de impostos e todas as mazelas acarretadas posteriormente, como aumento da violência, discórdia, separatismo etc.

A população europeia que estava acostumada com o estado de bem-estar, não se agradou com medidas mais austeras e por conseguinte impopulares do governo, além do fato de tratar uniformemente países com características diferentes, divergências culturais começaram a surgir e a união começara a ser questionada.

O conceito de “débito odioso” cunhado por Alexander Nahun Sack em 1927 volta a ser debatido que consistia em:

“For Sack, odious debts were debts contracted and spent against the interests of the population of a State, without its consent, and with full awareness of the creditor.” (HOWSE, 2007, p.2)

Algumas condições reforçaram a assimetria entre os dois blocos no decorrer da primeira década do século XXI (ARTUS, 2011):

- Alto crescimento na parte Norte (com menor contração fiscal)
- Maior abertura (interação) comercial na parte Norte com países desenvolvidos.
- Sucessivos Superávits na conta capital dos países da parte Norte e déficit nos da parte sul
- Maior desemprego e desemprego endêmico na parte sul
- Sérios problema nas contas dos governos da parte Sul.

No geral, o crédito adquirido ao longo do início dos anos 2000 e ao longo da crise, estimulou o consumo, a inflação e catalisou o aumento do déficit de locais menos desenvolvidos e estáveis, uma vez que a produção local não acompanhou competitivamente o aumento do consumo e como consequência, a importação aumentou com os termos de troca cada vez menos favoráveis para os “países do sul”.

O que aconteceu foi o efeito oposto do desejado ao haver redução do gasto público, intensificando a recessão com contração ainda maior da demanda e consequentemente diminuição da arrecadação, ampliando o déficit.

Além do aumento da taxa de juros dos títulos emitidos por países periféricos terem aumentado o peso da dívida e desestimulado o consumo e o investimento, ainda que fosse necessário haver “espaço” para um aumento inflacionário até que se estabilizasse a economia caso medidas opostas fossem tomadas.

Outra medida pejorativa recomendada pelo Parlamento Europeu no pós crise, foi de aumentar a alíquota de tributo sobre o consumo (pois segundo a instituição, a evasão seria menor), que incide na renda de forma mais significativa à medida que esta torna-se marginalmente menor, prejudicando diretamente as camadas mais baixas da população. Além de desestimular o volume total consumido em si.

Se houvesse a tributação sobre movimentos especulativos financeiros, a criação de bolhas seria “desencorajada”, já que seriam mais custosas. (FONTAINE, 2011)



Havia uma divergência de estratégias de crescimento na qual países do norte tentavam crescer à base de exportação, para incentivar sua indústria manufatureira e países do sul buscavam sem êxito crescer via demanda interna, devido ao fato de terem um pequeno mercado interno e dos países do norte terem aumentado sua competitividade com a redução do salário real, redução de impostos e estabilidade inflacionária.

O período compreendido após a crise de 2008 e até 2014, foi marcado pela intensificação da recessão, fruto do cumprimento das medidas estabelecidas e condicionadas pela zona do Euro para que Portugal e outros países do “sul” tivessem acesso a crédito externo. As medidas mantidas foram pró-cíclicas, intensificando a crise e piora na competitividade, logo, nos termos de troca, em um momento de instabilidade, mais austeridade e tendência de piora na relação dívida/produto nos anos seguintes, porém criou um território para que houvesse margem de manobra para medidas menos austeras e ainda assim, respeitando os tratados internacionais de maneira a não restrinja o país no cenário internacional de crédito.

### **2.3 – MIGRAÇÃO DE CAPITAL DE ACORDO COM A TAXA DE JUROS MÉDIA DE UM TÍTULO EMITIDO E O RISCO PAÍS.**

Esta subseção visa apresentar a correlação entre o crescimento da dívida soberana, risco país, migração de capital do país e a taxa de juros forçada a ser praticada como consequência disso. Para tal estudo, observaremos a conta financeira do país ao longo dos anos em que teve sua nota de crédito rebaixada e principalmente vertiginoso crescimento de sua dívida soberana repercutindo na saída de capitais do país.

Portanto, serão analisadas as seguintes relações:

- Dívida soberana x Migração de Capital
- Velocidade de crescimento da dívida soberana x Migração de Capital
- Classificação de risco x Variação na taxa de juros.

#### **2.3.1 – DÍVIDA SOBERANA X MIGRAÇÃO DE CAPITAL**

Analisaremos de que forma o montante de dívida soberana impacta na saída de divisas do país, de sua conta Financeira, que compreende; Investimento direto (IED), investimento em carteira (ativos financeiros) e derivados financeiros.

Ao nos depararmos com a figura 8 na página seguinte, percebemos facilmente que os anos em que houve maior **emigração** de capital, ou seja, maior saída de divisas do país, foram

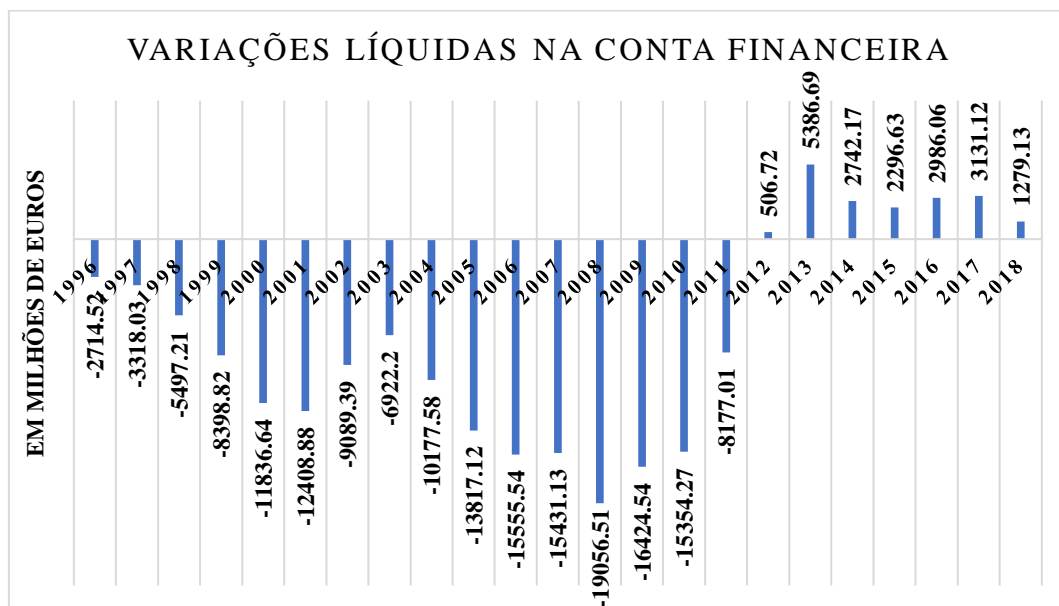
os anos que sucederam e o que de fato eclodiu e alastrou-se a grande crise do *subprime*. 2008 foi o ano de maior saída de capitais do país.

Porém ao analisarmos a tabela 2 (Dados Eurostat), que mostra o montante de dívida soberana acumulada ao longo dos anos, percebemos que não podemos criar uma relação entre peso da dívida (seu montante), com a saída de divisas do país, pois se em 2016, o país logrou ter superávit líquido de 2.986,06 milhões de Euros com uma dívida soberana de 124,8%, não seria possível ter um déficit de 19.056,51 milhões de Euros com uma dívida total de 71,7% do produto, um valor 74% menor que em 2016.

É claro que devemos levar em consideração que 2008 foi o ano de maior incerteza quanto ao futuro por parte do investidor internacional, que o mundo estava abalado e que Portugal representava uma das economias mais frágeis de sua área. Porém ao observarmos que nos anos anteriores à crise, nos quais Portugal não detinha um volume de dívida tão grande quanto aos dias atuais, ainda assim resultava em uma saída crescente e constante de divisas não só especulativas do país.

**Portanto, não foi possível criar uma relação entre montante de dívida e risco de insolvência que consequentemente repercutiria na saída de capitais do país.**

**Figura 8 – Migração de capital da conta Financeira Portuguesa desde adaptação para entrada na Zona do Euro proposta em Maastricht até 2018.**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Eurostat e Banco de Portugal (BPstat).

### **2.3.2 – VELOCIDADE DE CRESCIMENTO DA DÍVIDA SOBERANA X MIGRAÇÃO DE CAPITAL**

Analisamos o montante total de dívida presente e tentamos relacionar com a variação da conta financeira do país, porém nada foi constatado, agora analisaremos a variação da migração de capitais em função da velocidade do crescimento da dívida soberana.

No quadro 3 (tabela 3), é de fácil percepção os anos nos quais a dívida apresenta maior crescimento. Repare que entre 1999 e 2010, o ano que apresenta menor crescimento da dívida é o de 2003 com déficit anual de 7,2%, enquanto o maior déficit é justamente o ano de 2008 com 12,1%. Agora ao observarmos a figura 8, os anos que apresentam menor e maior saída de capitais respectivamente são os de 2003 e 2008.

Enquanto após 2012, ano em que o crescimento da dívida cai de forma vertiginosa, existe uma entrada constante de divisas na conta Financeira do país.

Conseguimos criar uma relação entre migração de capitais e velocidade de crescimento da dívida soberana. Mesma relação observada quanto a sanções estipuladas por parte da União Europeia a países que não cumpriam as metas fiscais anuais, ou seja, pretendiam alertar, cobrar e punir de forma mais rígida, países que não cumpriam suas metas fiscais anuais do que países que estouravam o teto da dívida.

### **2.3.3 – CLASSIFICAÇÃO DE RISCO X VARIAÇÃO NA TAXA DE JUROS**

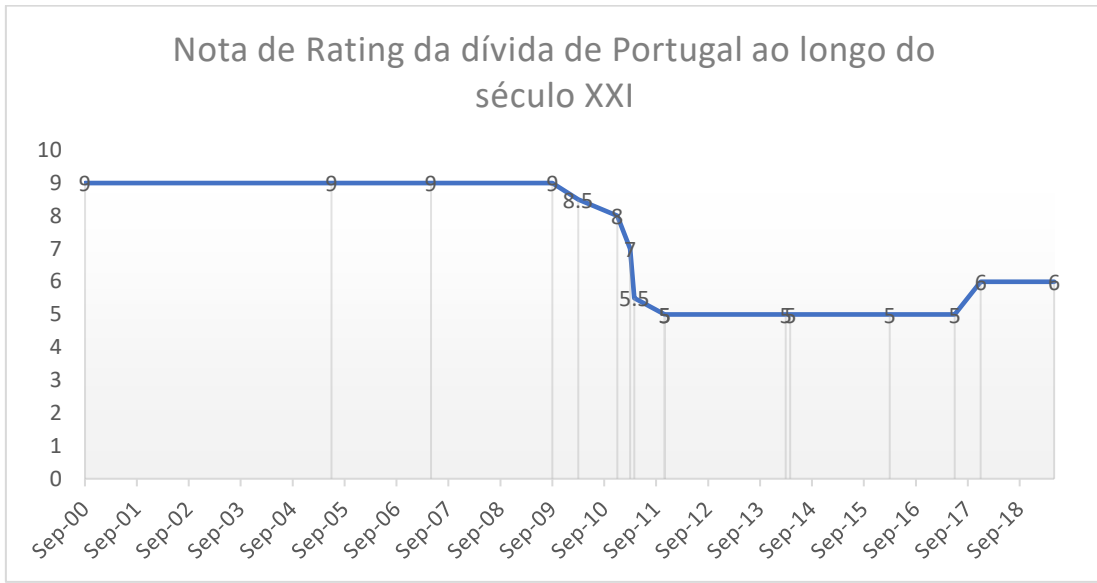
Pôde-se concluir que existe uma relação presente entre perda de controle fiscal, ou seja, rápido crescimento de dívida com saída de capitais do país. Porém, como já é de conhecimento difundido, as agências classificadoras de risco, assim como organismos de financiamento internacionais como FMI e Banco Europeu prezam pelo cumprimento de regras fiscais dos países, logo, países com crescimento acelerado de dívida, ou com montante tão alto que possa se traduzir em insolvência, têm sua classificação de risco elevada e por conseguinte, encarecimento no custo de sua dívida.

Portanto, nesta subseção será estudado a relação entre uma dívida já precificada (Desconsiderando o mérito de como foi atribuído peso a esta) e a necessidade do país em elevar a taxa de juros que remunera um título emitido pelo país para se financiar no cenário internacional.

Para isso, primeiro observaremos a nota de rating do país estipulada pela empresa Fitch Ratings ao longo do século XXI.

A empresa não usa uma escala de 1 a 10, mas de A à C<sup>3</sup> para designar o risco de insolvência dos países, logo, uma tabela com intuito de atribuir uma legenda para que a figura pudesse ser criado, foi elaborada.

**Figura 9 – Nota de Rating de Portugal estipulada pela empresa Fitch Ratings ao longo do século XXI.**



Fonte :Banco de Portugal (BPstat). Elaboração própria

**Tabela 4 – Legenda adaptada para classificação de risco para que a figura 9 pudesse ser criado.**

<sup>3</sup> Até D, porém desconsiderado.

Nota Fitch	Correspondente na figura	Significado na Escala
AAA	10	Muito Baixa expectativa de inadimplência
AA+	9,5	
AA	9	
AA-	8,5	
A+	8	Baixa expectativa de risco de inadimplência
A	7,5	
A-	7	
BBB+	6,5	Expectativa de risco de crédito moderada
BBB	6	
BBB-	5,5	
BB+	5	Elevada expectativa de risco de inadimplência
BB	4,5	
BB-	4	
B+	3,5	
B	3	
B-	2,5	
CCC	2	Default Iminente
CC	1,5	
C	1	

Os anos em que o país apresentou maior crescimento de sua dívida, foram os anos de maior penalização de acordo com a classificação da empresa. Porém o que nos interessa nessa sessão é analisar a reação do Banco de Portugal (seu banco central) em emitir títulos de dívida a qual nível de taxa de juros (aceitação do mercado) para dar liquidez ao país, a que custo este conseguiu se financiar a medida em que variava sua classificação de risco.

De acordo com a figura 5, os anos em que o país apresentou a maior taxa de juros foram entre 2010 e 2013, não foram os anos em que o país apresentou maiores déficits, mas anos em que teve sua classificação de risco piorada. Tal classificação (BB+) fora mantida até 2017 como podemos ver na figura 9, porém houve redução tanto da taxa de juros quanto da saída de capitais do país como podemos observar. Fato explicado pela alteração na velocidade do crescimento da dívida, que deixou de crescer a passos largos como vinha acontecendo para inclusive haver redução nos anos de 2013 a 2017.

### 3 – A RETOMADA DO CRESCIMENTO

Até dado momento, em 2012, as medidas propostas de recuperação via ajuste fiscal e obtenção de crédito internacional, não estavam surtindo efeito, os pacotes de resgates não

estavam sendo suficientes para Portugal pois eles estariam adequados para economias supostamente austeras. Em 2011, o resgate financeiro levou Portugal a uma obrigação definitiva para com austeridade a médio prazo e a um beco sem saída caso não cumprisse. As altas taxas de juros dos títulos do tesouro emitidos, faziam com que o custo da dívida subisse vertiginosamente, o que representava a principal causa do problema. Além de os pacotes acentuarem ainda mais as disparidades entre o norte e o sul europeu, credor e devedor respectivamente.

A população se questionava perante a falta de autonomia do país e três critérios foram estabelecidos por (King,2003) para mensurar se o débito seria odioso: Ausência de aprovação (ter sido criado contra a vontade popular); Ausência de benefícios para com a população; Prêmio para credores em detrimento de devedores (King J,2003). Com isso, questionamentos perante a validade de estar regionalmente e monetariamente integrado voltam a serem debatidos no pós crise mais do que nunca.

“However, in doing so, it replaced the Exchange rate speculation problem with a bond market speculation problem. That is because countries lost their national central bank able to issue Money and assist in managing interest rates and financing government” (PALLEY, 2011, p.2)

O país havia trocado um problema de déficit comercial crônico para agora, além disso, ter um alto custo de se tomar dívida em um momento extremamente recessivo. Países sem autonomia sobre seu banco central, se tornam mais vulneráveis em tais momentos em que não podem emitir moeda e sua única opção torna-se emitir dívida.

“That is why Spain, that in 2011 had a 72% debt/GDP ratio, is currently attacked and the UK, that has a 17% higher ratio, at 89%, is not.” (FONTAINE, 2011, p.37)

A estrutura do plano feito não atendeu as necessidades do país ou desejos da população. A crise poderia ser uma brecha para uma reformulação nas políticas e sua finalidade no continente. A ideia de um banco de desenvolvimento poderia ser desenvolvida visando atuar em setores específicos de maior encadeamento com o resto da economia de países necessitados, nos quais baixas taxas poderiam ser cobradas, proporcionando crescimento e capacidade de pagamento futura de tais empréstimos.

Era difícil encontrar outra saída que não fosse o investimento subsidiado em setores chave da economia em países do sul (defasados), para que esses possam finalmente se tornarem mais produtivos e competitivos e diminuïrem/cessarem sua defasagem em relação aos do norte,

solucionando seu contínuo e cíclico problema de déficit/dívida sucedido de necessidade de tomada de empréstimos custosos, pois a arquitetura da zona na verdade foi um intensificador de diferenças entre os países.

O país no momento que teve um breve espaço para que deixasse de aplicar medidas ortodoxas, mudou o rumo de sua política com um novo governo, conseguindo obter resultados satisfatórios, deixando de lado o temor com a reação externa perante sua economia.

Ainda que o país começasse a experimentar superávit comercial e primário, ainda não crescia, possuía alto custo sobre sua dívida, além de uma alta proporção de dívida/produto e encontrava-se com alto desemprego.

“Despite low productivity growth, nominal wage growth was sufficiently low that unit labor costs increased very little during the period: Over 2007-2013, nominal Portuguese unit labor costs in the business sector increased by only 2.7%, 11.6% less than the euro average”. (BLANCHARD, 2017, p.8)

Conforme citado acima, o país tornou-se mais competitivo em detrimento da deterioração do salário real. As margens para os empresários ampliaram-se, por mais que não houvesse um “barateamento” suficiente dos produtos que estimulasse de forma impactante o consumo ou a competitividade/exportação.

A retomada do crescimento ainda não se dava de forma efetiva e consistente, porém Portugal havia começado a reverter um problema crônico que consistia na sucessão de déficits comerciais que limitavam sua autonomia econômica e política e aparentava não ter solução.

### **3.1 – MEDIDAS EFETIVAS E RESULTADO OBTIDO.**

Uma medida que foi de crucial importância para o posterior afrouxamento da política fiscal interna de Portugal, foi a adoção de uma política monetária não convencional por parte do Banco Central Europeu, quando o bloco tendia para deflação.

O BCE já vinha reduzindo a taxa de juros EURIBOR, que é padronizada entre todos os países pertencentes, porém, o baixíssimo nível de atividade econômica resultante da austeridade imposta preocupava as autoridades, até que a partir de 2013 até 2015, programas como o PSPP (Public Sector Purchase Programme) que consistiam na compra maciça de dívida soberana em mercados secundários surgiram objetivando não apenas liberar liquidez à economia, mas também baratear o custo da dívida para países deficitários com a consequente desvalorização do Euro.

“In the second half of 2014, the most serious concern became the threat of deflation, with signs that the low inflation level was not just a temporary phenomenon (related to an oil price drop), but a more lasting element, with second round effects that weakened the economic activity.” (MODENESI e DUARTE, 2016, p.14).

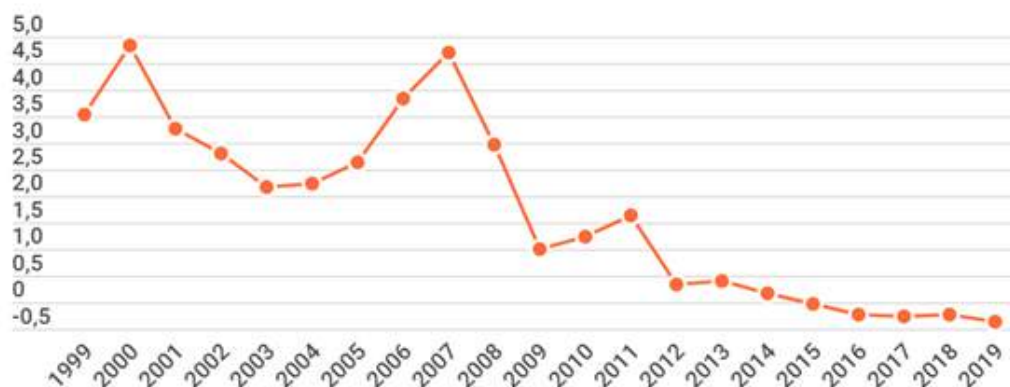
Desta maneira, os países poderiam reduzir suas taxas reais de juros, liberando crédito para o setor produtivo e estimularem a economia com um menor aperto fiscal.

“In this regard, they took not only conventional measures (e.g.: rapid and significant reduction of interest rates), but also a series of unconventional measures, such as extensive liquidity provision operations and foreign exchange swap agreements to ensure the liquidity needs of banks in foreign currency, according to Lane (2012)”. (MODENESI e DUARTE, 2016, p.4).

O comportamento do BCE (Banco Central Europeu) da união monetária foi inicialmente bastante conservador. É importante destacar as temporalidades. Entre 2008 e 2011, em meio à crise do *subprime*, eles subiram os juros.

Figura 10 – Evolução da Taxa Euribor (Uniforme para países pertencentes à UE)

### Evolução da taxa Euribor



Fonte: Pordata e Euribor-rates.eu apud Lisaccount.com

A indagação sobre como duas regiões tão heterogêneas podem estar sob a mesma união monetária persistia e alguns requisitos tornam-se desejáveis para que tal processo continue



ocorrendo. Porém, levando em consideração que nem todas heterogeneidades são anormais, naturalmente nações apresentam características intrinsecamente peculiares, diferenças demográficas e especializações produtivas.

Artus (2011) comentou algumas medidas que necessitavam serem tomadas urgentemente para que a zona pudesse manter-se unida:

**- Redução da enorme heterogeneidade “ruim”.**

A desindustrialização e perda de mercado do sul se deve muito a falta de investimento em capacidade produtiva de alta tecnologia. A falta de inovação leva a estagnação da produtividade e competitividade. O déficit fiscal não é controlado no longo prazo para resolver o problema crônico. A heterogeneidade natural segundo o autor é resultado da especialização produtiva, enquanto a ruim é resultado de políticas direcionadas de maneira indevida.

**- Maior mobilidade trabalhista**

Necessidade de um afluxo de trabalhadores em direção a região norte.

**- Federalismo**

Se não houver uma transferência de recursos em direção a região sul, o déficit será crônico e permanecerá, da mesma forma que aconteceu havendo problema com o crédito privado e com o financiamento público. Uma emissão de dívida conjunta para que os países cobrissem seus déficits dado que não podiam desvalorizar a moeda. Com isso, o federalismo permitiria um impulso inicial para indústria da parte sul se tornar mais produtiva e competitiva e assim, reverter ou amenizar a situação.

A criação de uma autoridade de finança pública da Europa (*European Public Finance Authority*) que emitisse um título geral europeu no mercado, lastreado em todos os países, como um bloco em conjunto ao invés de apenas individualmente por países que já estavam fragilizados, seriam mais bem aceitos no mercado. Com isso, as dívidas seriam mais bem asseguradas e países consequentemente mais resistentes a ataques especulativos, além da menor necessidade em haver uma taxa de juros maior justamente nos que menos teriam condição de pagar. (FONTAINE, 2011). Tal proposição já era um dos alicerces implícitos desde a criação da Comissão Europeia (1958) e posteriormente Zona do Euro (1999), porém não se denotava na prática, tal altruísmo coletivista característico em países da região nórdica.

Com o setor público e privado no limite da solvência, era impossível escapar de uma complicada situação de desequilíbrio caso não houvesse industrialização na região.

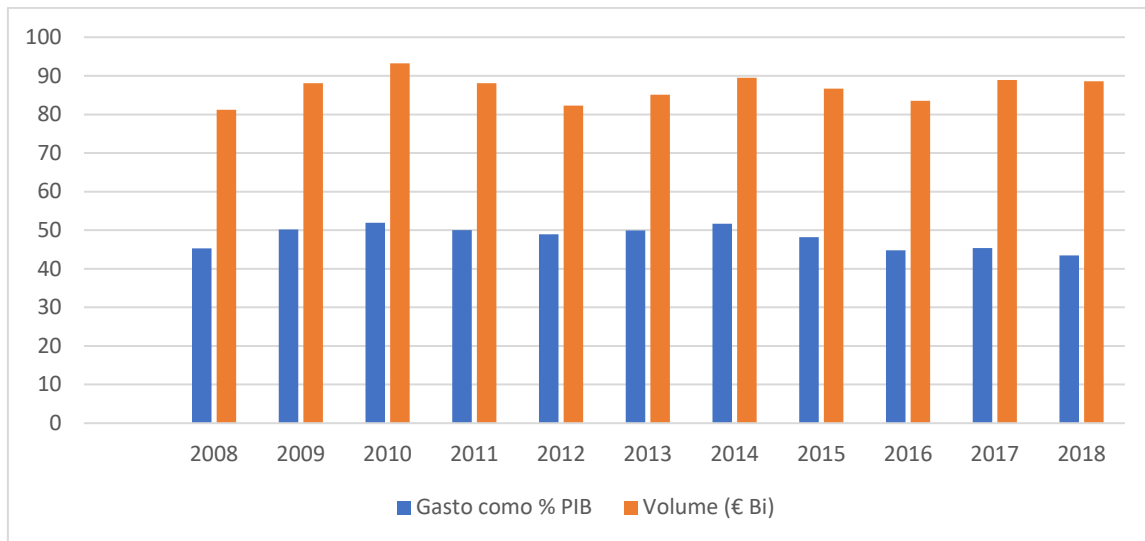
Heterogeneidade é natural que ocorra, como devido a diferença de especialização produtiva de cada país, porém caso tal heterogeneidade seja fruto de políticas mal sucedidas, é necessário que seja feita a correção, acompanhado de um fluxo migratório para o ajuste do desemprego e o federalismo como forma de resgatar áreas com déficits crônicos que se encontrem presas cambialmente.

O Banco central Europeu disponibilizava cada vez menos recursos para países que não demonstrassem sustentabilidade comercial/fiscal.

Com uma política fiscal extremamente contracionista, Portugal começou a experimentar seus primeiros superávits primários em 2013. Criando folga para o requerimento de mais empréstimos para com a zona do euro. Ainda que houvesse tido o esforço fiscal (observar figura 11), a partir de 2011, a dívida pública cresceu de 68% do PIB em 2007 para 129% em 2013. Porém a partir de 2013 o país voltou a lograr superávits comerciais, devido a recessão interna e um crescimento menor nas importações. Já em 2015 com a entrada do governo da “Geringonça” (coalizão de partidos de esquerda) e com a situação fiscal mais equilibrada, déficits fiscais menores voltaram a aparecer, porém o produto também fora atingido positivamente, “custeando” e respaldando tais déficits.

Durante esse período houve um crescimento ainda que modesto das exportações, porém uma grande contração nas importações, permitindo o superávit comercial.

**Figura 11 – Evolução do gasto público português ao longo dos anos 2008 – 2018.**



Fonte: Eurostat. Elaboração própria

Observamos que o gasto como proporção do PIB diminuiu após 2013 dando a falsa impressão de que o gasto público não havia sido retomado, porém tal fato se explica se observarmos em laranja na figura acima que o volume ampliou-se, logo, conseguimos concluir que se o volume é crescente ao longo do tempo e a proporção diminuiu, então, o produto (figura 15) cresceu mais que proporcionalmente que o gasto público, nos tornando aptos a concluir que este estimulou o produto e foi capaz inclusive de reduzir a dívida pública (Tabela 2) no caso Português.

Os principais fatores apontados por Blanchard (2017) para recuperação econômica de Portugal, residem em três âmbitos:

### **Competitividade -**

Devido ao fato de a indústria local não conseguir tornar-se mais competitiva, empresas portuguesas são tomadoras de preço no mercado internacional e se beneficiaram do aumento dos preços externos, enquanto o salário real local mantinha-se constante. Tanto é que Portugal começou a se beneficiar da inflação na zona do Euro a partir de 2014, porém não pôde ser autor de alguma política monetária. Anteriormente, no momento da crise a inflação era maior em Portugal (Países do Sul) e prejudicava sua competitividade em relação a Alemanha por exemplo.

### **Flexibilidade no mercado de trabalho –**

Empregos temporários, bem como a terceirização, permitiria uma redução fraca, porém necessária no desemprego e estimularia o consumo. Lembrando que o desemprego entre jovens chegou a quase 40% no ápice da crise.

A falta de emprego nos anos mais incisivos da crise fez com que houvesse uma grande diáspora como proporção da população. A grande emigração, principalmente de jovens de um país pouco populoso, significa um fato preocupante e um ponto de estrangulamento sobre a posterior busca pela recuperação. Se antes já se havia dificuldade em se manter mão de obra qualificada no país, com a emigração em massa de jovens, isso seria mais difícil ainda.

Manobras fiscais (tributaristas) vêm sendo estudadas de modo que flexibilize o mercado de trabalho e estimule a atividade econômica devido à existência de muitas contratações por temporada no país.

Por outro lado, a possibilidade do uso de uma política fiscal expansiva, dependendo da forma que atinja o produto (setores; encadeamento), poderia ajudar a reduzir o endividamento público.

### **Crédito –**

Empréstimos improdutivos teriam de ser liquidados para que bancos e o governo voltassem a ter capacidade de emprestar para empreendimentos produtivos que estavam travados devido à falta de crédito. Seria uma espécie de reforma visando a capitalização dos bancos, desobstruindo a restrição financeira destes.

Isso causaria um efeito parecido ao de uma expansão fiscal, porém sem um custo para um Estado já endividado.

A partir de 2013, o governo reduzia os déficits financeiros na sua tomada de empréstimos, devido a capitalização do NOVO BANCO. Um outro entrave a se mencionar é o fato de que os detentores de empréstimos eram estrangeiros que não tinham interesse na estabilidade econômica portuguesa, assim, aumentando a vulnerabilidade externa do país, porém esse quadro foi revertido em parte.

Portugal obteve certa recuperação econômica reestruturando sua dívida externa, liberando crédito produtivo interno e aumentando seu consumo interno através de uma flexibilização no mercado de trabalho, política monetária não convencional partindo do BCE precedida de forte contração fiscal e tornando-se mais competitivo “involuntariamente”, porém ainda enfrenta significativo desemprego e capacidade ociosa em sua economia. Blanchard (2017), sustenta que a via para recuperação duradoura é dupla; Flexibilização no mercado de

trabalho<sup>4</sup> e refinanciamento da dívida<sup>5</sup>, ainda que esta se torne maior, porém possibilitando o país entrar em um eixo sustentável, dispondo de maior autonomia a longo prazo.

Como dito anteriormente, a entrada de um novo chefe de Estado em 2015 impulsionou medidas heterodoxas serem implementadas com êxito e agradarem a população, com o governo conseguindo atender os anseios da população ao contrário do que vinha ocorrendo anteriormente, no qual o país atendia os interesses de credores internacionais e tinha restrita autonomia.

Se pretende así revertir la austeridad, relanzando la economía a través de medidas que aumenten la capacidad adquisitiva de las familias, solucionando los problemas de financiamiento de las empresas y promoviendo el empleo, para combatir la precariedad. También se defiende dar un nuevo impulso al proceso de convergencia de la economía portuguesa con Europa realizando una lectura inteligente de la disciplina presupuestaria. (VILLODERS,2018, p.9)

Se refere a **flexibilidade do mercado de trabalho e reestruturação do crédito**, tanto interno quanto externo apontados por Blanchard (2017) como fatores intrinsecamente ligados a recuperação econômica do país.

No novo programa do governo, buscava-se disponibilizar mais espaço para manobras autônomas do país, estimulando o consumo, a inovação e a produtividade, para assim viabilizar o crescimento, sem que isso comprometa acordos com a União Europeia e a situação fiscal do país de longo prazo.

O novo governo conseguiu promover o uso consciente e justo do dinheiro público, sem medidas populistas que repercutiriam negativamente nas contas do país e conseqüentemente no cenário exterior, prejudicando a colocação de Portugal com o resto da União Europeia. Utilizando de melhor forma recursos para educação, capacitando assim, novos trabalhadores e deixando para

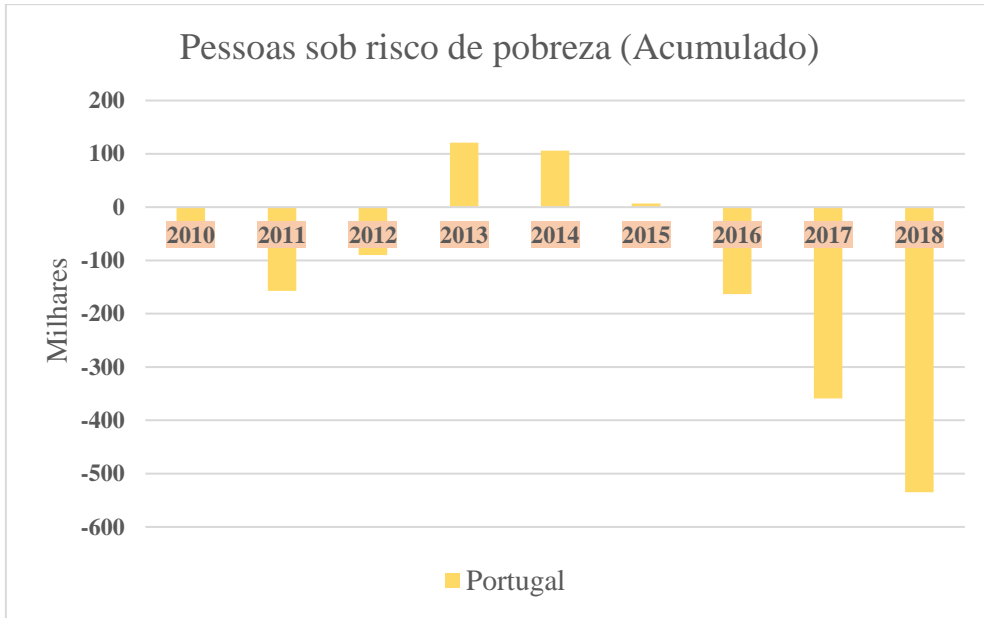
---

<sup>4</sup> A redução gradativa dos salários na época do grande desemprego, tornaria o país mais competitivo, uma vez que este tinha restrição para elaboração de política monetária.

<sup>5</sup> Sendo observado que a crise de 2008 sucedida da crise na zona do Euro em 2012 – 2013 resultou em uma contração da demanda, crédito e restrição fiscal. O crédito externo era indispensável

o setor privado, espaço para busca do aumento da produtividade, via desobstrução do crédito improdutivo e investimento em tecnologia.

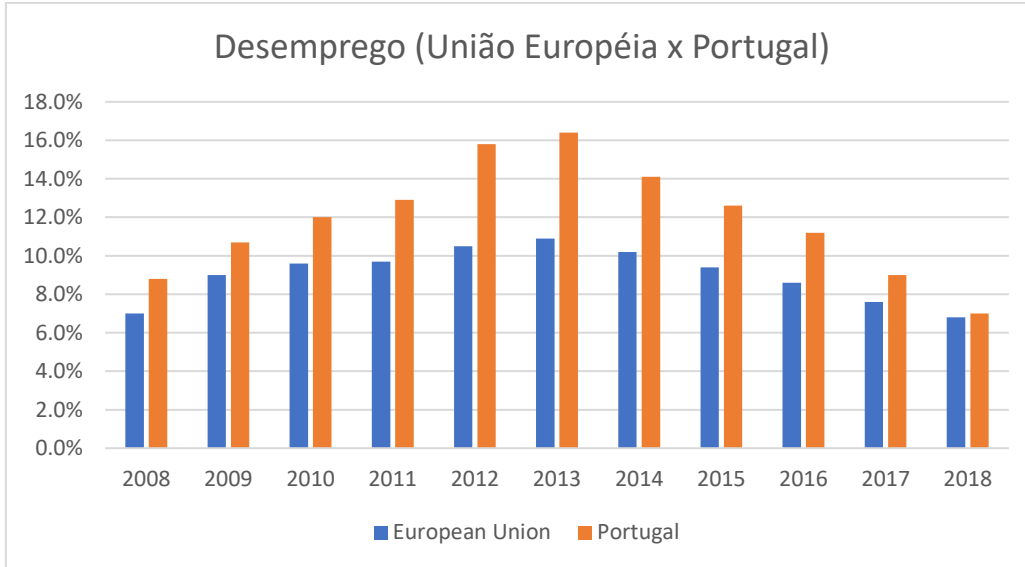
Figura 12 – **Pessoas sob risco de pobreza (em milhares) acumulado desde 2008.**



Fonte: Eurostat

Nota-se uma redução acumulada maior, após a entrada do novo governo em 2015.

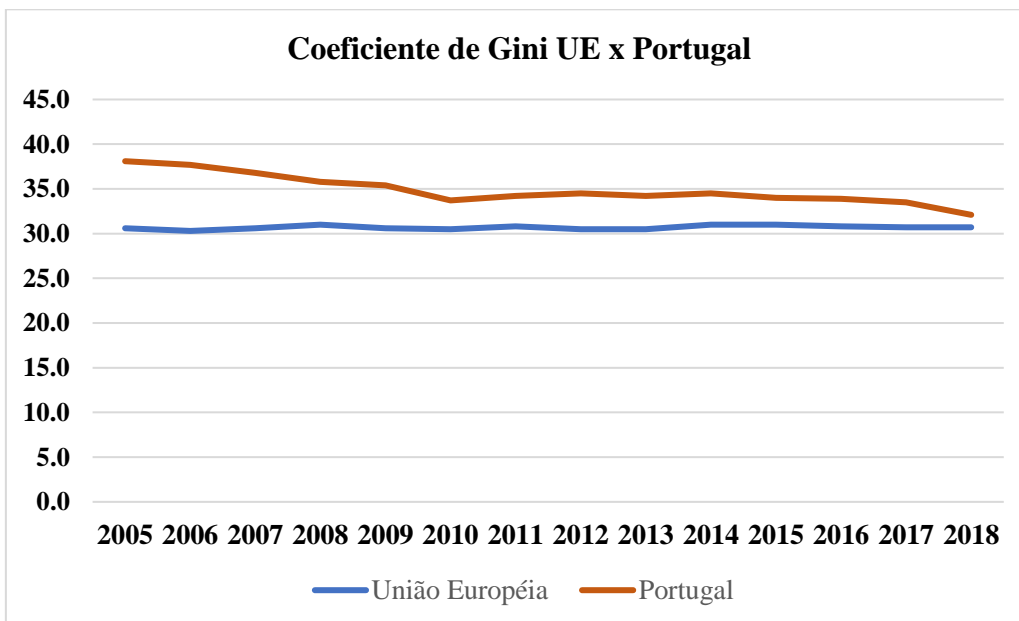
Figura 13 – **Desemprego comparativo entre Portugal e a União Européia.**



Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Nota-se o início da redução do desemprego em Portugal em 2014, um ano após o primeiro superávit em conta corrente do país em mais de uma década.

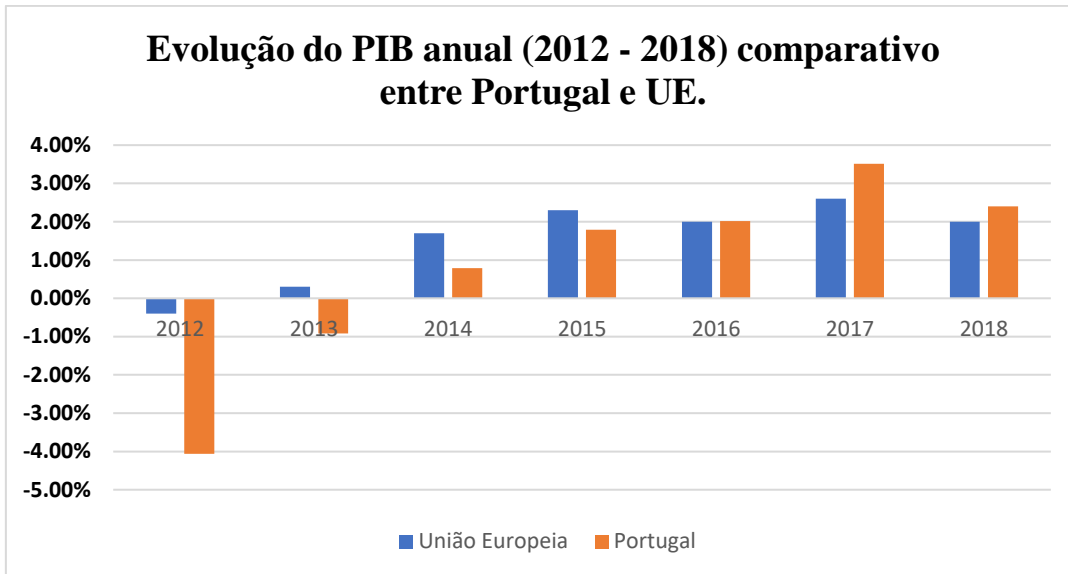
**Figura 14 – Coeficiente de Gini, que representa o medidor de desigualdade de renda em um local. Quanto mais próximo a 1<sup>6</sup>, mais desigual é a renda local e vice-versa.**



Fonte: EuroStat.

**Figura 15 – Evolução anual do Produto Interno Português x União Europeia entre 2012 – 2018.**

<sup>6</sup> 100 no exemplo da figura 7 mencionada.



Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Logo, además de todos indicadores de desenvolvimento e bem-estar populacional apresentados, observamos que de 2012 a 2013 há um crescimento nominal do PIB na casa dos 5% e de 2013 a 2017, foi possível manter uma taxa crescente de crescimento real. Portugal consegue manter uma taxa superior à média da União Europeia principalmente após a entrada do novo governo em 2015 que foi na contramão da austeridade.

De acordo com a figura 15 acima e com a tabela 3 (pag.27; Saldo comercial anual), podemos observar que **medidas menos austeras, quando empregadas de forma correta, conseguem estimular o crescimento do produto e ainda assim reduzir o endividamento** (tabela 2; pag. 26), ainda que o crescimento tenha sido puxado em maior parte pelo investimento com a reestruturação do crédito e gradual retomada do gasto público impactando no consumo interno e não por uma melhora significativa na competitividade.

O modelo de tributação sobre renda e riqueza tornou-se mais progressivo como forma de aumentar a arrecadação e estimular o consumo das camadas mais baixas da população devido a maior propensão a consumir ser inversamente proporcional ao aumento da renda, ou seja, quanto menor for a renda, maior parte dela é consumida, dessa forma, estimulando o consumo geral na economia e arrecadando mais de quem consome uma parcela menor de sua renda.

Portanto, com as medidas descritas anteriormente, conseguimos concluir de que maneira a austeridade imposta pelo parlamento Europeu entre 2012 – 2015 deu fôlego para que o posterior governo tomasse medidas heterodoxas certas e permitisse que o país se ajustasse interna e externamente nos anos de 2015 e 2016. Com a demanda interna sendo a grande responsável por uma melhora na atividade econômica do país. A exportação de bens também



creceu significativamente em volume na década de 2006 – 2016, representando um alívio na balança comercial do país, ainda que as importações também estejam em um ritmo crescente e o saldo comercial ainda não estando em um patamar ideal.

### 3.2 – LIMITAÇÕES AINDA PRESENTES

Dos anos 90 até os dias de hoje, Portugal passou por forte crescimento, seguido de uma retração no crescimento, estagnação/retração e agora uma sutil recuperação, porém ainda conta com uma alta taxa de desemprego, por mais que tenha melhorado desde o período de (2008 – 2013). (BLANCHARD, 2018)

Houve estabilização econômica e política, porém, gaps ainda precisam ser preenchidos para que o país se encontre sem mazelas crônicas. Tais gaps residem em;

- O problema da baixa competitividade ainda não foi solucionado, ainda que tenha sido amenizado e o país continue não apresentando sucessivos déficits consideráveis.
- O desemprego ainda persiste, ainda que tenha sido bastante amenizado nos últimos cinco anos.
- Capacidade ociosa presente na economia
- Falta de integração, federalismo com o resto do continente, porém é um problema continental, do conjunto da União Europeia
- Tanto o alto endividamento quanto o problema competitivo comprometem uma eficaz recuperação econômica do país, dado um maior custo da dívida de um país que se encontra endividado.

Con el interés de modernizar el modelo productivo portugués – de una tradicional baja productividad y competitividad-, el gobierno se propone liderar una transición energética hacia energías verdes e invertir en cultura, democratizando su acceso. De igual forma, pretende reforzar la inversión en ciencia y tecnología, dando prioridad para la innovación y la internacionalización de las empresas. La transformación y modernización del sistema productivo portugués debería aprovechar todas las potencialidades regionales y locales, a través del fomento de la transmisión de conocimientos entre agencias y empresas de I+D en clusters o polos de desarrollo. (VILLODERS, 2018, p.9)

Trecho referente a **competitividade**, para que o país possa sair do gap competitivo de forma consistente e duradoura, reformas estruturais e investimentos chave em áreas específicas teriam de ser feitos para que o *gap* competitivo entre Portugal e outros países da zona do euro se reduza

e o setor produtivo não precise reduzir salários ou esperar flutuações sendo tomador de preço no cenário internacional para atingir certo nível de competitividade desejada.

Portanto, ainda que o país tenha atingido certa estabilidade, as limitações presentes, os pontos de estrangulamento, bem como as soluções, já estão delineadas e evidentes há certo tempo, resta aos governantes continuarem visando um trabalho de longo prazo para que o progresso se torne robusto e duradouro.

## CONCLUSÃO

Após o estudo realizado sobre as consequências do aumento da integração político-econômica de Portugal com o resto do continente europeu, principalmente após sua entrada na zona do Euro, percebe-se que ainda que anteriormente o país não representasse uma economia forte, pujante e sólida, encontrava-se em equilíbrio e com a população relativamente satisfeita com as condições de vida e o país sem maiores complicações econômicas. Porém as implicações da entrada de Portugal na zona do Euro, representaram a curto e médio prazo uma sucessão de complicações econômicas do país repercutindo na necessidade da tomada de medidas impopulares que levou a seus habitantes indagarem se a união era de fato benéfica, uma vez que os preceitos de alta integração regional estipulados por Mundell para que uma zona monetária fosse ótima, não foram cumpridos a finco por nenhum dos dois grupos de países (norte e sul) levando a rupturas na estabilidade da zona.

O país conseguiu sair do abismo a que foi lançado ao ser exposto a uma crise internacional que expôs e turbinou as debilidades e fragilidades acumuladas ao longo de pouco menos de uma década desde o início da união monetária, atingiu sua maior taxa de crescimento do século em 2017 (3,51%), porém ainda possui pontos débeis que necessitam ser corrigidos **estruturalmente** e o governo vem fazendo importante papel de correção.

Villordes (2018), apontou uma linha histórico-econômico que foi usada de base para formular as informações descritas adiante.

Ao final da década de 80 houvera abertura comercial, acordos multilaterais, modernização econômica, abertura financeira. Já nos anos 90 (Até 1998) - Prévio a unificação monetária, representou um período no qual o país começou a perder competitividade devido à perda de flexibilidade na política monetária.

Portugal teve que aumentar a taxa de juros para atrair capital externo e valorizar a taxa de câmbio, que era um dos pré-requisitos do tratado de Maastricht e acabou se transformando em um dos principais problemas da zona do Euro, o tratamento igual aos diferentes.

Entre 1999 e 2008 foi um período de endividamento dos bancos e famílias, o crédito externo improdutivo inundou o país devido à falta de competitividade, aumentando a dívida externa. A uniformidade de moeda e política monetária padronizada para os países foram dois fatores que por fim cessaram a autonomia nacional e por fim a democracia em países periféricos.

Aumento generalizado do endividamento público e privado, estimulado pelo déficit em conta corrente de países não competitivos e com política monetária restrita. Aumento da taxa real de câmbio não poderia ser compensada com desvalorizações cambiais. A entrada do país na zona monetária unificada provocou sucessivos déficits comerciais e públicos, encarecendo seu sistema de bem-estar social, forçando seus governos a adotarem medidas austeras e provendo menos recursos aos habitantes.

Tanto o impacto da crise quanto a recuperação dos países foram desiguais devido à dificuldade na obtenção de crédito externo. Mesmo com medidas de austeridade, tanto a dívida quanto o desemprego aumentavam vertiginosamente.

Do estouro da crise até o início da estabilização, período compreendido entre 2008 – 2013, houvera mais endividamento, recessão e aumento vertiginoso do déficit fiscal. Encarecimento do custo da dívida quando o país mais necessitava de auxílio e crédito, ainda que restrito em uma união monetária com outros componentes que pagavam menos pela sua dívida/endividamento.

Entre 2013 e 2015, foram os anos mais duros quanto ao esforço fiscal e austeridade do governo, porém abrindo espaço para que futuras medidas certeiras fossem tomadas com a entrada de um novo chefe de governo em 2015 que conseguiu retomar o gasto público de forma consciente, sem que o país entrasse em uma nova rodada de déficits de maneira crônica.

A partir de 2014/2015, o país voltou a crescer, ainda que timidamente, ter redução do desemprego e do déficit fiscal, por mais que ambos ainda sejam consideráveis e começou a disfrutar de um pequeno superávit comercial. A previsão do FMI é de que o superávit comercial não se sustente e o país volte a apresentar pequenos déficits na balança comercial, não conseguindo reduzir sua dívida, porém tornando-a controlada.

No presente e tendência do futuro próximo observa-se um aumento, ainda que lento na produtividade, permitindo que o custo de produção não seja compensado com baixo salário real ou desemprego. Levando em consideração que um avanço tecnológico muito rápido possa ser perigoso para o nível de emprego, caso a tecnologia seja poupadora de trabalho humano.

É consensual haver necessidade de mudanças maiores para que o crescimento seja pujante e consistente. A ideia de uma reestruturação creditícia no país, tanto no ente público quanto privado, é de que o crédito sustentável e produtivo, produza um crescimento que venha com maior robustez.

O caminho para Portugal adquirir melhores condições comerciais e de acordos internacionais, devido a sua limitação econômica, territorial e populacional, é se aliando cada vez mais a países como Alemanha e França, que correspondem a importantes centros de referência, tanto no quesito econômico quanto militar. Por outro lado, é o país europeu sem tensões em suas fronteiras por maior tempo. A limitação em suas relações internacionais torna o país cada vez menos autônomo, havendo teorias que cogitam o anexo do território a outro país. Por outra via, uma especialização na área de serviços como o turismo ou atividades marítimas, dariam um fôlego ao país no cenário comercial e geopolítico. (GALITO, 2018)

Sem contar com mais um entrave atual do país que consiste na constante perda de capital intelectual, fuga de indivíduos, dado a crise que o país atravessou e baixo crescimento populacional, restringindo ainda mais a recuperação do país e o avanço produtivo em busca de maior autonomia.

Após alguns anos de arrocho fiscal e política monetária “de fora para dentro” até 2013, a recuperação do país foi puxada pela retomada da demanda interna impulsionada pelo uso consciente de políticas públicas com o novo governo (2015) que proporcionou aumento do salário real, serviços (turismo e imobiliário) e consumo. O saldo comercial também foi favorecido ( $\uparrow NX$ ), devido a uma melhora passiva na competitividade durante os anos de 2011 a 2014 e fora mantido depois com interferência do governo em políticas de longo prazo, reestruturação da dívida e do crédito, mas o grande déficit na importação de manufaturados é o fator crucial que impede que seu crescimento seja sustentável a longo prazo, ainda que o país tenha conseguido se desvencilhar de problemas crônicos com sucesso.

O saldo do governo que entrou em 2015 é que o país está menos endividado, cresce mais, com salário real maior e o desemprego se reduz anualmente.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARTUS, P. ‘La politique économique de l'Allemagne est-elle un problème pour les autres pays européens ?’ *Flash Economie. Recherche Économique*, 2009. Natixis. Available in <<http://gesd.free.fr/flas9538.pdf>>

ARTUS, P. ‘A two tier Europe : How can this be overcome ?’ **Flash Economics**, Economic Research, n.350, May 2011.

BALTAZAR, Luís. O euro arrastou a Europa para a estagnação secular: como salvar Portugal? **Revista de finanças públicas e direito fiscal**, Coimbra, a.10 n.2, p.167-190 Estante nº 27. Verão 2017.

BANCO DE PORTUGAL, site oficial do Banco de Portugal. Disponível em: <<https://bportugal.pt>>. Acesso em: 03/03/2019

BAÇÃO, Pedro.; DUARTE, António. Accession to the European Union, Interest Rates and Indebtedness: Greece and Portugal. Grupo de estudos Monetários e Financeiros (GEMF), Faculdade de Economia de Coimbra. n 4. Coimbra (POR), 2011.

BLANCHARD, Olivier; PORTUGAL, Pedro. Boom, slump, sudden stops, recovery, and policy options. Portugal and the Euro. **Portuguese Economic Journal**, v. 16, n. 3, p. 149-168, 2017.

CMJORNAL, site Correio da Manhã. **Anos 90 mudaram Portugal**. 2002. Disponível em : <<https://www.cmjornal.pt/economia/detalhe/anos-90-mudaram-portugal>>. Acesso em: 17 jul. 2019.

EICHENGREEN, Barry. European Monetary Unification. **Journal of Economic Literature**, v. 31, n. 3, p. 1.321-1.357, Set 1993.

EMBACHER, Arlete, “**Marcos históricos da década de 90**”. **Ano não disponível**. Disponível em : <[http://www.miniweb.com.br/historia/artigos/i\\_contemporanea/globalizacao1.html](http://www.miniweb.com.br/historia/artigos/i_contemporanea/globalizacao1.html)>. Acesso em: 12 jul.2019.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), site oficial do banco central Europeu. **Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP)**. 2019. Disponível em : <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>>. Acesso em: 25/09/2019.

EUROPEAN UNION, An oficial website of the European Union. **“Europe without frontiers”**. Disponível em : <[https://europa.eu/european-union/about-eu/history/1990-1999\\_en](https://europa.eu/european-union/about-eu/history/1990-1999_en)>. Acesso em: 10 jul. 2019.

EUROSTAT, Your key to European statistics. Disponível em: <<https://ec.europa.eu/eurostat/home?>>. Acesso em: 18/04/2019

FINANCEONE. **A HISTÓRIA DO EURO**. 2017. Disponível em: <<https://financeone.com.br/historia-do-euro/>>. Acesso em: 16/06/2019.

FONTAINE, Patrick. (2011). **“Euro Zone Crisis : Incompatible national strategies and potential solutions”**. Dissertation of Masters presented at Université Paris 13, (FRA).

FONTAINE, Patrick. Understanding the Euro Crisis: How did the subprime crisis become a sovereign debt crisis in Europe. **Federal University of Rio De Janeiro (IE/UFRJ) Working Paper**, 2012.

GALITO, Maria (2018). **"Portugal: crisis and restructuring"**. Instituto Superior de Economia e Gestão – CEsA/CSG Documentos de Trabalho nº 165-2018. (POR).

HOWSE, Robert. The Concept of odious debt in public international law. **UNCTAD Discussion papers**, n. 185, United Nations Conference on Trade and Development, Jul, 2007.

INFLATION.EU, site Worldwide inflation data. Disponível em : <<https://pt.inflation.eu/taxas-de-inflacao/portugal/inflacao-historica/ipc-inflacao-portugal.aspx>>. Acesso em: 01/09/2019.

LISACCOUNT. **Pagar a casa ao banco hoje custa menos 35% do que há 20 anos**. Disponível em: <<http://lisaccount.com/pagar-a-casa-ao-banco-custa-hoje-menos-35-do-que-ha-20-anos/>>. Acesso em: 26/09/2019

LUXEMBURGO. Tribunal de Justiça da União Europeia. O programa PSPP do BCE sobre a compra de obrigações soberanas em mercados secundários não viola o direito da União: Não excede o mandato do BCE e não viola a proibição do financiamento monetário. Acórdão no processo C-493/17. Relator: Heinrich Weiss e o. 11, dez, 2018. Disponível em : <<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2018-12/cp180192pt.pdf>> Acesso em : 26/09/2019.

MIHAJLOVIC, Vladimir; OBRADOVIC, Sasa. “**Synchronization of Business Cycles in the Selected European Countries**”. 2013. Disponível em : <[https://www.researchgate.net/publication/270466424\\_Synchronization\\_of\\_Business\\_Cycles\\_in\\_the\\_Selected\\_European\\_Countries](https://www.researchgate.net/publication/270466424_Synchronization_of_Business_Cycles_in_the_Selected_European_Countries)>. Acesso em: 15 ago. 2019.

MODENESI, André; DUARTE, Cristiano. The Euro Area’s Experience with Unconventional Monetary Policy. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, 2016. Discussion Paper, n.14

MUNDELL, Robert. The theory of optimum currency areas. **American Economic Review**, v. 51, n. 4, p. 657-665, Set 1961.

PORDATA, Base de dados Portugal Contemporâneo. Disponível em: <<https://www.pordata.pt/>>. Acesso em: 03/06/2019

KING J., “The Doctrine of Odious Debt under International Law: Definition, Evidence and Issues concerning Application”, in Advancing the Odious Debt Doctrine, **CISDL Working Paper**, 2003. Disponível em: <[http://www.odiousdebts.org/odiousdebts/publications/Advancing\\_the\\_Odious\\_Debt\\_Doctrine.pdf](http://www.odiousdebts.org/odiousdebts/publications/Advancing_the_Odious_Debt_Doctrine.pdf)>. Acesso em: 19/04/2019

VILLODRES, Anabel. **El Gobierno de la Geringonça**: La recuperación de la economía portuguesa. 2018. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/profile/Anabel\\_Vigil\\_Villodres/publication/325467002\\_El\\_Gobierno\\_de\\_la\\_Geringonca\\_La\\_recuperacion\\_de\\_la\\_economia\\_portuguesa/links/5b0fdc184585157f872520df/El-Gobierno-de-la-Geringonca-La-recuperacion-de-la-economia-portuguesa.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Anabel_Vigil_Villodres/publication/325467002_El_Gobierno_de_la_Geringonca_La_recuperacion_de_la_economia_portuguesa/links/5b0fdc184585157f872520df/El-Gobierno-de-la-Geringonca-La-recuperacion-de-la-economia-portuguesa.pdf)>. Acesso em: 02/04/2019.