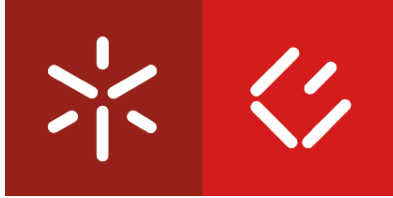


Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Miguel Chaves Gonçalves Parente

**Endividamento externo e a crise do euro:
uma análise dos desequilíbrios dos países
deficitários**



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Miguel Chaves Gonçalves Parente

**Endividamento externo e a crise do euro:
uma análise dos desequilíbrios dos países
deficitários**

Dissertação do Mestrado
em Economia Monetária Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação do
Doutor Fernando Alexandre

Declaração

Nome: Miguel Chaves Gonçalves Parente

Endereço eletrónico: chaves.miguel02@gmail.com

Título Dissertação: Endividamento externo e a crise do euro: uma análise dos desequilíbrios dos países deficitários

Orientador: Professor Doutor Fernando Alexandre

Ano de Conclusão: 2018

Designação do Mestrado: Mestrado em Economia Monetária Bancária e Financeira

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA TESE/TRABALHO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, __/__/____

Assinatura: _____

Agradecimentos

A realização da dissertação de mestrado contou com o apoio e colaboração de pessoas que faço questão de salientar.

Quero dar um agradecimento especial ao meu orientador, Professor Doutor Fernando Alexandre, pela sua disponibilidade, por me ter acompanhado e auxiliado na elaboração da dissertação e principalmente por ter acreditado em mim. Foi fundamental e deu um grande contributo graças ao seu vasto conhecimento. Também quero agradecer ao Professor Doutor Miguel Portela pelos seus comentários na análise econométrica.

Quero agradecer aos meus pais, por me terem incentivado e apoiado incondicionalmente. Agradeço a confiança e por me terem oferecido todas as condições para que concretizasse os meus objetivos. Permitiram que o meu percurso até aqui fosse possível.

Também quero agradecer aos familiares e amigos que sempre me apoiaram e me transmitiram confiança e força.

Endividamento externo e a crise do euro: uma análise dos desequilíbrios dos países deficitários

Resumo

A crise financeira internacional e a crise da Zona Euro afetaram severamente os países membros da União Económica e Monetária Europeia. Neste estudo descrevem-se os desequilíbrios que estiveram na origem daquela crise, com enfoque no papel do endividamento e dos défices externos dos países intervencionados na crise do euro. Identificam-se os períodos de recessão económica e analisa-se o desempenho económico desses países, nomeadamente Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, quantificando os custos da crise em termos de Produto Interno Bruto e emprego perdidos, bem como os seus processos de recuperação económica. Nesta dissertação relacionam-se os desequilíbrios da balança corrente com os custos de ajustamento, e os resultados obtidos sugerem que os países com défices de conta corrente tiveram custos mais elevados. Analisaram-se os fatores determinantes para a crise da dívida da Zona Euro estimando modelos *logit*, em que a variável dependente é uma variável *dummy*, que diferencia os países da Zona Euro que sofreram resgates financeiros dos restantes. Os resultados sugerem que o comportamento da poupança e do investimento são relevantes para a ocorrência de uma crise. Com base nestes resultados, analisa-se a relação entre a natureza do desequilíbrio externo daquelas quatro economias – isto é, se na sua origem esteve uma quebra da poupança, um aumento do investimento ou ambos – e os custos em termos de perda de produto e emprego, bem como a duração das crises económicas. Desta análise conclui-se que quando a crise tem na sua origem uma diminuição da poupança a recuperação é mais lenta.

Palavras-chaves: Zona Euro, Balança Corrente, Défices, Resgates Financeiros

Classificação JEL: C33; E20; F32

External debt and the euro crisis: an analysis of the imbalances of deficits countries

Abstract

The global financial crisis and the Euro Area crisis have strongly affected the countries of European Economic and Monetary Union. This dissertation describes the imbalances that were in the origin of that crisis, especially the external debt and the current account deficits of countries that were bailed out during the euro crisis. This work identifies business cycles dates and describes the economic behaviour, in terms of the variation in GDP and unemployment, of Portugal, Ireland, Spain and Greece, following the international financial crisis. This dissertation relates the current account imbalances with the adjustment costs and the results showed that current account deficits are associated with more costs. The determinants of the Euro Area crisis were analysed through an econometric model, where the dependent variable was a dummy that distinguishes the bailed out countries from the other countries. The results suggest that saving and investment are significant in explaining the likelihood of a country being bailed out. We also analyse the relation between the nature of the external imbalances – whether it was caused by a decrease in savings or an increase in investment or both – and the costs and duration of the economic crisis, in those four economies. Our conclusions suggest that when external imbalances and the financial crisis that followed are due to a decrease in savings, the economic recovery is slower.

Keywords: Euro Area, Current Account, Deficits, Bailout Countries

JEL Classification: C33; E20; F32

Índice

1	Introdução	1
2	Desequilíbrios externos e a crise da Zona Euro	4
2.1	Globalização financeira e desequilíbrios globais	4
2.2	Desequilíbrios externos na Zona Euro	6
2.3	Desequilíbrios externos e ajustamento	15
3.	Crise e recuperação nos países resgatados na crise do euro.....	20
3.1	Datação dos ciclos económicos.....	20
3.2	Ciclos económicos na Zona Euro.....	22
3.3	Ciclo económico da Zona Euro: PIB e desemprego nos países resgatados.....	23
3.3.1	Portugal	29
3.3.2	Espanha	37
3.3.3	Irlanda	44
3.3.4	Grécia	51
3.4	Comparação das variáveis económicas em 2008 e 2016.....	58
4.	Fatores determinantes da crise da dívida na Zona Euro	62
4.1	Metodologia	62
4.2	Modelos e dados.....	63
4.3	Resultados	67
5	Os desequilíbrios da balança corrente e o custo de ajustamento.....	71
5.1	Défices da balança corrente e custos do ajustamento: uma regressão linear simples	71
5.2	A natureza do défice externo e os custos do ajustamento	73
6	Conclusão.....	78
7	Referências bibliográficas	80
8	Anexos.....	83

Índice de figuras

FIGURA 1 BALANÇA CORRENTE DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS (%PIB)	5
FIGURA 2 BALANÇA CORRENTE PAÍSES EXCEDENTÁRIOS (%PIB)	7
FIGURA 3 BALANÇA CORRENTE PAÍSES DEFICITÁRIOS (%PIB)	8
FIGURA 4 TAXAS DE JURO DA DÍVIDA PÚBLICA DE LONGO PRAZO NA ZONA EURO	10
FIGURA 5 DÍVIDA PÚBLICA (%PIB)	13
FIGURA 6 TAXA DE POUPANÇA, TAXA DE INVESTIMENTO E SALDO DA BALANÇA CORRENTE	16
FIGURA 7 GRÁFICO DO PIB DA ZONA EURO A PREÇOS CONSTANTES, ÍNDICE 2010=100. ZONA CINZENTA SÃO OS PERÍODOS DE RECESSÃO	22
FIGURA 8: TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL DO PIB, 2000-2016	24
FIGURA 9 TAXA DE CRESCIMENTO MÉDIO ANUAL DO PIB, 2000-2016	25
FIGURA 10 TAXA DE DESEMPREGO, 2000-2017	27
FIGURA 11 PORTUGAL: TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 1970-2017	30
FIGURA 12 PORTUGAL: TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 2000-2017	31
FIGURA 13 PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA DE PORTUGAL (SOMBREADO A AZUL) E DA ZONA EURO (SOMBREADO A CINZENTO) COM O COMPORTAMENTO DO PIB DE PORTUGAL A PREÇOS CONSTANTES, ÍNDICE 2010=100, 2000-2017	33
FIGURA 14 PORTUGAL: TAXA DE DESEMPREGO, 1990-2017. NA TABELA ENCONTRAM-SE OS PONTOS MÁXIMOS E MÍNIMOS MAIS RELEVANTES.	33
FIGURA 15 PORTUGAL: TAXA DE DESEMPREGO E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 2000- 2017	34
FIGURA 16 ESPANHA: TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO),	38
FIGURA 17 PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA DA ESPANHA (SOMBREADO A VERMELHO) E DA ZONA EURO (SOMBREADO A CINZENTO) COM O COMPORTAMENTO DO PIB DE ESPANHA A PREÇOS CONSTANTES, ÍNDICE 2010=100, 2000-2017	40
FIGURA 18 ESPANHA: TAXA DE DESEMPREGO, 1990-2017. NA TABELA ENCONTRAM-SE OS PONTOS MÁXIMOS E MÍNIMOS MAIS RELEVANTES	40
FIGURA 19 ESPANHA: TAXA DE DESEMPREGO E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 1990-2017	41
FIGURA 20 IRLANDA: TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO),	44
FIGURA 21 PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA DA IRLANDA (SOMBREADO A VERDE) E DA ZONA EURO (SOMBREADO A CINZENTO) COM O COMPORTAMENTO DO PIB DA IRLANDA A PREÇOS CONSTANTES, ÍNDICE 2010=100, 2000-2017	46
FIGURA 22 IRLANDA: TAXA DE DESEMPREGO, 1990-2017. NA TABELA ENCONTRAM-SE OS PONTOS MÁXIMOS E MÍNIMOS MAIS RELEVANTES	47
FIGURA 23 IRLANDA: TAXA DE DESEMPREGO E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 1990-2017	48
FIGURA 24 GRÉCIA: TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO),	51
FIGURA 25 PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA DA GRÉCIA (SOMBREADO A LILÁS) E DA ZONA EURO (SOMBREADO A CINZENTO) COM O COMPORTAMENTO DO PIB DA GRÉCIA A PREÇOS CONSTANTES, ÍNDICE 2010=100, 2000-2017	54
FIGURA 26 GRÉCIA: TAXA DE DESEMPREGO, 1990-2017. NA TABELA ENCONTRAM-SE OS PONTOS MÁXIMOS E MÍNIMOS MAIS RELEVANTES	54
FIGURA 27 GRÉCIA: TAXA DE DESEMPREGO E PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA (VERMELHO), 1990-2017	55

FIGURA 28 TAXA DE DESEMPREGO, ÚMERO DE DESEMPREGADOS, EMPREGADOS E POPULAÇÃO ATIVA EM PORTUGAL, 2008 E 2016.....	59
FIGURA 29 TAXA DE DESEMPREGO, ÚMERO DE DESEMPREGADOS, EMPREGADOS E POPULAÇÃO ATIVA EM ESPANHA, 2008 E 2016.....	60
FIGURA 30 TAXA DE DESEMPREGO, ÚMERO DE DESEMPREGADOS, EMPREGADOS E POPULAÇÃO ATIVA NA IRLANDA, 2008 E 2016.....	60
FIGURA 31 TAXA DE DESEMPREGO, ÚMERO DE DESEMPREGADOS, EMPREGADOS E POPULAÇÃO ATIVA NA GRÉCIA, 2008 E 2016.....	61
FIGURA 32 VARIAÇÃO DO PIB E BALANÇA CORRENTE	73

Índice de tabelas

TABELA 1 PORTUGAL: DATAS E DURAÇÃO DOS PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA, 2000-2017	31
TABELA 2 COMPARAÇÃO DO PIB E DAS VARIÁVEIS DO DESEMPREGO NO TRIMESTRE ANTERIOR DA ENTRADA EM RECESSÃO ECONÓMICA, NO ÚLTIMO TRIMESTRE DE RECESSÃO ECONÓMICA E NO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2017.....	35
TABELA 3 VARIAÇÃO DO PIB DURANTE OS QUATRO PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA EM PORTUGAL. 36	
TABELA 4 IMPACTO DAS RECESSÕES ECONÓMICAS NA TAXA DE DESEMPREGO (VALORES EM PERCENTAGEM E VARIAÇÕES EM PONTOS PERCENTUAIS) E NO NÚMERO DE DESEMPREGADOS E DE EMPREGADOS (VALORES EM MILHARES DE PESSOAS E AS VARIAÇÕES EM PERCENTAGEM) EM PORTUGAL.	37
TABELA 5 DATAS E DURAÇÃO DOS PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA, 2000-2017	38
TABELA 6 COMPARAÇÃO DO PIB E DAS VARIÁVEIS DO DESEMPREGO NO TRIMESTRE ANTERIOR DA ENTRADA EM RECESSÃO ECONÓMICA, NO ÚLTIMO TRIMESTRE DE RECESSÃO ECONÓMICA E NO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2017.....	42
TABELA 7 VARIAÇÃO DO PIB DURANTE OS DOIS PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA EM ESPANHA.	43
TABELA 8 IMPACTO DAS RECESSÕES ECONÓMICAS NA TAXA DE DESEMPREGO (VALORES EM PERCENTAGEM E VARIAÇÕES EM PONTOS PERCENTUAIS) E NO NÚMERO DE DESEMPREGADOS E DE EMPREGADOS (VALORES EM MILHARES DE PESSOAS E AS VARIAÇÕES EM PERCENTAGEM) EM ESPANHA	43
TABELA 9 DATAS E DURAÇÃO DOS PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA, 2000-2017	45
TABELA 10 COMPARAÇÃO DO PIB E DAS VARIÁVEIS DO DESEMPREGO NO TRIMESTRE ANTERIOR DA ENTRADA EM RECESSÃO ECONÓMICA, NO ÚLTIMO TRIMESTRE DE RECESSÃO ECONÓMICA E NO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2017.....	49
TABELA 11 VARIAÇÃO DO PIB DURANTE OS QUATRO PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA NA IRLANDA. .49	
TABELA 12 IMPACTO DAS RECESSÕES ECONÓMICAS NA TAXA DE DESEMPREGO (VALORES EM PERCENTAGEM E VARIAÇÕES EM PONTOS PERCENTUAIS) E NO NÚMERO DE DESEMPREGADOS E DE EMPREGADOS (VALORES EM MILHARES DE PESSOAS E AS VARIAÇÕES EM PERCENTAGEM) NA IRLANDA.....	50
TABELA 13 DATAS E DURAÇÃO DOS PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA, 2000-2017	52
TABELA 14 COMPARAÇÃO DO PIB E DAS VARIÁVEIS DO DESEMPREGO NO TRIMESTRE ANTERIOR DA ENTRADA EM RECESSÃO ECONÓMICA, NO ÚLTIMO TRIMESTRE DE RECESSÃO ECONÓMICA E NO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2017.....	55
TABELA 15 VARIAÇÃO DO PIB DURANTE OS CINCO PERÍODOS DE RECESSÃO ECONÓMICA NA GRÉCIA.	56
TABELA 16 IMPACTO DAS RECESSÕES ECONÓMICAS NA TAXA DE DESEMPREGO (VALORES EM PERCENTAGEM E VARIAÇÕES EM PONTOS PERCENTUAIS) E NO NÚMERO DE DESEMPREGADOS E DE EMPREGADOS (VALORES EM MILHARES DE PESSOAS E AS VARIAÇÕES EM PERCENTAGEM) NA GRÉCIA.....	57
TABELA 17 PIB REAL EM MILHÕES DE EUROS, 2008 E 2016	59
TABELA 18 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO MODELO BINÁRIO, 2006-2013	66
TABELA 19 CORRELAÇÃO DOS EPISÓDIOS DE RESGATES FINANCEIROS, MODELOS 3 E 4 ENTRE 2006-2013. 67	
TABELA 20 CORRELAÇÃO DOS EPISÓDIOS DE RESGATES FINANCEIROS, MODELOS 5 E 6 ENTRE 2006-2013. 69	
TABELA 21 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	72
TABELA 22 VARIAÇÃO DA POUPANÇA ENTRE 2000 E 2008 PARA OS PAÍSES RESGATADOS NA CRISE DO EURO.....	74
TABELA 23 QUEBRA DE PIB E DURAÇÃO DA RECESSÃO MAIS SEVERA DE CADA PAÍS RESGATADO NA CRISE DO EURO.....	75
TABELA 24 QUEBRA DE PIB E AUMENTO DA TAXA DE DESEMPREGO DURANTE PERÍODOS DE RECESSÃO PARA CADA PAÍS RESGATADO NA CRISE DO EURO.....	76
TABELA 25 GANHO DE PIB ENTRE ÚLTIMO TRIMESTRE DA ÚLTIMA RECESSÃO DE CADA PAÍS E TERCEIRO TRIMESTRE DE 2017 E A SUA DURAÇÃO.....	77

TABELA 26 APLICAÇÃO DO ALGORITMO BBQ SOBRE O LOGARITMO DO PIB REAL PARA A IDENTIFICAÇÃO DAS RECESSÕES ECONÓMICAS, PARA O PERÍODO 2000-2017. O NÚMERO “1” REPRESENTA OS PICOS E O “-1” AS CAVAS.....	83
TABELA 27 TAXA DE CRESCIMENTO MÉDIA ANUAL DO PIB E DESVIOS EM RELAÇÃO À ZONA EURO (PONTOS PERCENTUAIS), 2000-2016.....	84
TABELA 28 TAXA DE DESEMPREGO MÉDIA ANUAL E DESVIOS EM RELAÇÃO À ZONA EURO (PONTOS PERCENTUAIS), 1990-2016.....	84

Lista de Siglas

- PIB - Produto Interno Bruto
- EUA - Estados Unidos da América
- EMU - *Economic and Monetary Union*
- CEPR - *Centre for Economic Policy Research*
- NBER - *National Bureau of Economic Research*
- BCE - Banco Central Europeu
- FMI - Fundo Monetário Internacional
- FEEF - Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
- UE - União Europeia
- OLS - *Ordinary Least Squares*

1 Introdução

A crise da Zona Euro suscita interesse e análise para a perceção do que aconteceu e do que poderá ser efetuado para promover a estabilidade da Zona Euro e evitar crises futuras. Tal como Martin Wolf (2014, pp. 28) refere, as crises financeira e económica do Ocidente, envolvendo principalmente a crise da Zona Euro, mudaram o mundo: “Mudam o que está a acontecer, o que devemos pensar sobre aquilo que está a acontecer e o que devemos fazer acerca disso.”

No período recente, tem-se assistido ao desenvolvimento da globalização financeira, que é considerada – ver, por exemplo, Palenzuela e Dees (2016) –, um dos fatores responsáveis pelo aumento de fluxos de capital e pelos desequilíbrios económicos mundiais. Especialmente no seio da Zona Euro, que se procedeu mais intensamente através da implementação da moeda única desde 2002 e consequente eliminação do risco cambial – ver, por exemplo, Lane (2013).

Grandes fluxos de capital dirigiram-se para os países periféricos da Zona Euro, nomeadamente Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, provenientes de outros países da Zona Euro, como constata Merler e Pisani-Ferry (2012). Apesar do saldo da balança corrente da Zona Euro ser equilibrado, existia uma grande heterogeneidade dos países que a constituem, sendo que todos os países que sofreram resgate financeiro apresentavam défices externos.

Num artigo mais direcionado para as economias emergentes, Cavallo *et al.* (2018) concluem que o financiamento externo não é um bom substituto direto da poupança doméstica e que persistentes défices de conta corrente normalmente trazem repercussões negativas. Para além disso, referem que o processo de recuperação de uma crise financeira é mais prolongado e com maior perda de produto e de emprego quando resulta de quebras de poupança e não de aumentos do investimento. E como vai ser demonstrado neste estudo, os desequilíbrios económicos nos países resgatados na crise do euro apresentam naturezas distintas.

Tendo em conta a importância da estabilidade da Zona Euro para o bem-estar desta importante zona económica e para o futuro da União Europeia, esta dissertação procura contribuir para uma melhor compreensão da natureza da crise do euro, explorando as seguintes questões: tendo em conta a discrepância do saldo da balança corrente dos países da Zona Euro, será que os países deficitários tiveram custos de ajustamento superiores? Será que a natureza desses mesmos desequilíbrios também

influencia os custos do ajustamento em termos de perda de produto e emprego? Será que países, cujo desequilíbrio não se deve ao aumento do investimento, mas à quebra da poupança têm processos de ajustamento mais severos e mais lentos?

De um modo geral, pretende-se avaliar se os desequilíbrios económicos foram influentes na forma como a crise afetou cada país e analisar se a natureza dos défices externos tem implicações na magnitude da crise e na respetiva recuperação de cada país. O período em análise engloba o período anterior à crise financeira e económica, bem como o período da crise e pós-crise.

Na secção 2 é analisada a globalização financeira e as suas consequências nas grandes economias mundiais. Mostram-se os grandes desequilíbrios globais que se desenvolveram no período anterior à crise financeira internacional, que se manifestaram no aumento dos saldos da balança corrente das principais economias mundiais, com a China e o Japão a apresentarem excedentes externos, enquanto os EUA apresentam défices externos. Apesar do saldo de balança corrente da Zona Euro ser estável e equilibrado, os países membros apresentam grandes desequilíbrios externos impulsionados pelo forte endividamento externo. Por fim, analisa-se a natureza dos défices externos dos países resgatados na crise do euro, observando o comportamento da poupança e do investimento.

Na secção 3, começa-se por abordar a datação dos ciclos económicos, nomeadamente os diferentes métodos de identificação dos períodos de recessão económica. De seguida identificam-se os períodos de recessão da Zona Euro e utilizam-se esses períodos para a realização de uma análise panorâmica do PIB e do desemprego dos países resgatados na crise do euro: Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, em comparação com a média da Zona Euro. Posteriormente, identificam-se os períodos de recessão económica para cada um deles e quantificam-se as suas perdas ao nível de produto e emprego, bem como as respetivas recuperações. Por último, faz-se a comparação da situação económica em que os países se encontravam ao nível de PIB e de desemprego no ano em que se iniciam os períodos de recessão da Zona Euro (2008) e algum período após as crises económicas (2016), de modo a observar se os países se apresentam economicamente melhor ou pior.

Na secção 4 efetua-se uma análise econométrica, utilizando regressões OLS e *logit*, com o objetivo de identificar os fatores determinantes para a crise da dívida da Zona Euro. As regressões são efetuadas para os países da Zona Euro durante o período

2006-2013. Depois, são demonstrados os resultados obtidos e identificadas as variáveis significativas, que ajudam a explicar os respetivos modelos.

A secção 5 aborda as implicações dos desequilíbrios da balança corrente, relacionando-os com os custos de ajustamento. Primeiro, sabendo que os resultados obtidos na secção 4 sugeriam que o saldo da balança corrente era um fator determinante para a crise da dívida da Zona Euro, realiza-se uma regressão linear simples, que relaciona o saldo da balança corrente dos países da Zona Euro, entre 2000 e 2007, com o respetivo PIB perdido/ganho entre 2008 e 2013, com o objetivo de analisar se os países deficitários tiveram maiores custos de ajustamento associados. Por fim, dada a importância que as variáveis poupança e investimento assumiram nos modelos da secção 4, sendo ambas estatisticamente significativas, procede-se à análise e à comparação dos países resgatados na crise do euro tendo em conta a natureza dos défices externos, ou seja, se são originados pelo aumento de investimento, pela diminuição da poupança, ou por ambos, e a sua influência durante a crise e no processo de recuperação.

A secção 6 conclui a dissertação, inicialmente referindo o impacto económico dos desequilíbrios externos e diferenciando a natureza dos défices externos dos países resgatados. Posteriormente evidencia-se que, embora os países resgatados tenham sofrido severas repercussões económicas causadas pela crise, foram afetados em momentos e de maneiras diferentes. De acordo com os resultados obtidos, identificam-se os fatores determinantes da crise da dívida na Zona Euro. Por fim, referem-se as conclusões sobre a relação dos desequilíbrios da balança corrente com os custos de ajustamento, principalmente, através da relação dos saldos de balança corrente com a variação do PIB e da relação da natureza dos défices externos com o ritmo de recuperação económica.

2 Desequilíbrios externos e a crise da Zona Euro

Nesta secção refere-se a importância da globalização financeira para o desenvolvimento de desequilíbrios externos. Apresentam-se os desequilíbrios externos na economia mundial e os existentes no seio da Zona Euro. O objetivo é demonstrar que os países resgatados na crise do euro apresentavam saldos de balança corrente negativos e analisar a natureza desses défices externos.

Começa-se por apresentar uma visão geral da economia mundial, através da análise da balança de conta corrente das principais economias e as implicações da globalização financeira. Depois abordam-se os desequilíbrios na Zona Euro e as causas que promoverem a crise, das quais se destacam o endividamento externo e o aumento de fluxo de capitais auxiliado pela implementação da moeda única, a equalização das taxas de juros de dívida pública e a espiral diabólica. Procede-se à análise da balança corrente dos países membros da Zona Euro, fazendo a distinção dos países excedentários relativamente aos deficitários, apesar do equilíbrio da balança corrente da Zona Euro no seu global. São referidos os perigos do défice externo excessivo, nomeadamente a dependência do financiamento externo e a desconfiança que gera na economia, promovendo o risco de episódios de *sudden stop*. Realiza-se a análise à dívida pública dos países deficitários, uma vez que assumiu um papel de destaque na crise da Zona Euro. Por fim, aborda-se a dissociação da poupança e do investimento no contexto de uma economia aberta e é analisada a origem dos défices externos de Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia. Isto é, exploramos se esses défices da balança corrente se devem a aumentos do investimento, à queda da poupança ou a ambos.

2.1 Globalização financeira e desequilíbrios globais

Nas últimas décadas tem-se assistido a um processo rápido e intensivo de integração económica e financeira em todo o mundo, como é referido por Perea e Nieuwenhuyze (2014).

O que de acordo com Schmukler (2004) é vantajoso, porque implica a existência de mais capital disponível para os países em desenvolvimento. Chinn e Ito (2006) corroboram, referindo que promove melhores oportunidades de investimento. Permitiria melhorar a afetação dos recursos na economia mundial, os países pobres poderiam romper com o círculo vicioso da pobreza financiando-se através de défices da balança

corrente e os países com excedentes poderiam encontrar oportunidades de investimento mais favoráveis nos países deficitários, aplicando taxas de retorno do investimento mais elevadas, ver Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017). Para além disso, Levine (2001) também considera que a integração financeira internacional pode impulsionar o funcionamento dos sistemas financeiros domésticos, o que por sua vez, estimula melhorias na alocação de recursos e um crescimento económico mais rápido.

Porém, segundo Palenzuela e Dees (2016) e Lane (2013) o desenvolvimento da globalização financeira e da liberdade de mobilidades de capitais são considerados uns dos fatores responsáveis pelos desequilíbrios económicos. Contribuíram para extremar as posições, os países deficitários ficaram mais deficitários e os excedentários mais excedentários. E grandes e persistentes desequilíbrios económicos podem aumentar a vulnerabilidade financeira.

Deste modo, uma forma de analisar os seus efeitos e as suas implicações na economia global é através do saldo da balança corrente das principais economias mundiais, nomeadamente da Zona Euro, da China, do Japão e dos Estados Unidos da América (EUA), como mencionam Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017), e o seu saldo pode ser calculado pela diferença entre a poupança e o investimento. Cobre as transações de bens, serviços, receitas primárias e secundárias que ocorrem entre o país ou conjunto de países (o caso da Zona Euro) e o exterior.

Na Figura 1 são apresentados os saldos da balança corrente das economias previamente referidas, para o período 1999-2016. Os dados mostram comportamentos distintos das diferentes economias e ao longo do tempo.

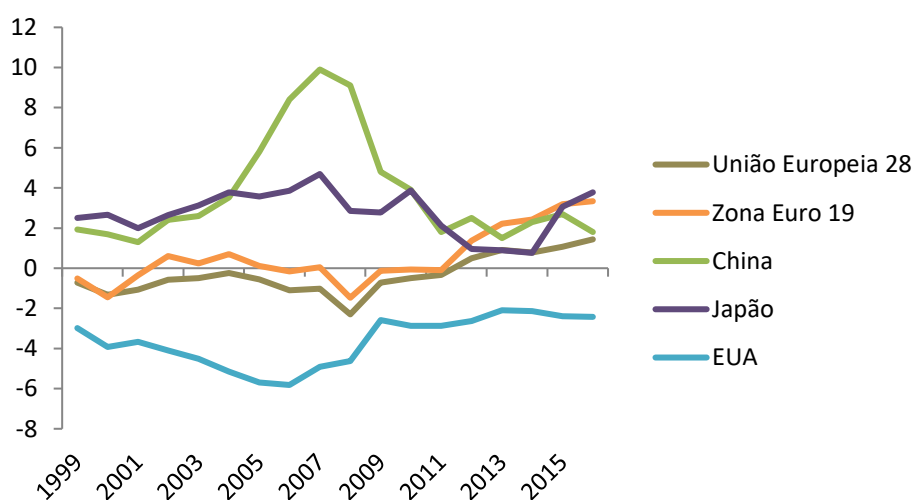


Figura 1 Balança corrente das principais economias mundiais (% PIB)

Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO e no Banco Mundial para a China. Dados extraídos a 29/11/2017.

A Figura 1 mostra que a partir de 2002, inicia-se um período de disparidade em termos de balança de conta corrente das grandes economias mundiais e após a crise financeira internacional verifica-se maior convergência e a redução de desequilíbrios externos, uma vez que têm sido apontados como um fator preponderante para a crise financeira internacional. Por exemplo Disyatat e Borio (2011), referem que contas excedentárias de várias economias emergentes têm facilitado o aumento de crédito e a tomada de risco em países desenvolvidos deficitários.

As economias em desenvolvimento, a China e o Japão, destacam-se por apresentarem excedentes da balança corrente ao longo de todo o período de análise. A China evidencia-se por ter apresentado excedentes externos crescentes entre o início do século e 2007, quando atinge um máximo de 9,9% do PIB. Posteriormente, verifica-se uma redução para 2% do PIB. Por outro lado, os EUA apresentam défices externos em todo o período, tendo atingido um valor máximo de 5,8% do PIB em 2006 (o ano anterior ao início da crise financeira internacional). Depois, continua a apresentar défices externos, mas a rondar os 2% do PIB. A Zona Euro manteve-se relativamente estável ao longo do tempo, o seu saldo de balança corrente foi praticamente 0% do PIB e a partir de 2011 obtém excedentes externos crescentes. É de salientar os valores constantemente acima dos obtidos pela União Europeia.

2.2 Desequilíbrios externos na Zona Euro

A recente crise foi desencadeada por numerosas fragilidades e desequilíbrios, das quais se destacam: os empréstimos mal concedidos, a dívida pública excessiva, a forte ligação entre os bancos e os governos, nos quais os problemas de uns afetam consequentemente os outros e a vulnerabilidade perante taxas de juro perto de zero, como confirmam Baldwin *et al.* (2015). Referem também que os desequilíbrios foram provenientes do excesso de endividamento externo e apontam-no como causa da crise da Zona Euro.

A primeira década do início do euro coincidiu com o crescimento das trocas financeiras internacionais. Estas desenvolveram-se de forma intensa na Zona Euro devido à eliminação do risco cambial através da implementação da moeda comum, o euro, como refere Lane (2013). Perea e Nieuwenhuyze (2014) também afirmam que o

processo de integração na Zona Euro foi mais intenso resultado do mercado único e subsequentemente da moeda única.

Este facto acontece, porque a harmonização das regulações financeiras dentro da Zona Euro e a introdução da moeda única estimularam o excesso de fluxo de capital através das reduções de custos das transações e do aumento do efeito de substituição entre os ativos, como demonstram Lane (2006 e 2009) e Lane e Milesi-Ferreti (2008).

Apesar do saldo da balança de conta corrente da Zona Euro ter sido aproximadamente 0% do PIB durante o período analisado, como se constatou anteriormente, o que sugere estabilidade sem apresentar excedentes nem défices externos, na realidade este indicador pode ser enganador, porque se trata da média da Zona Euro, logo é necessário verificar se o mesmo acontece para cada país membro. E a realidade é que esse indicador esconde uma grande heterogeneidade dos países da Zona Euro, como se pode observar nas Figuras 2 e 3, onde são apresentados os saldos da balança corrente dos países excedentários e deficitários, para o período 2000-2017.

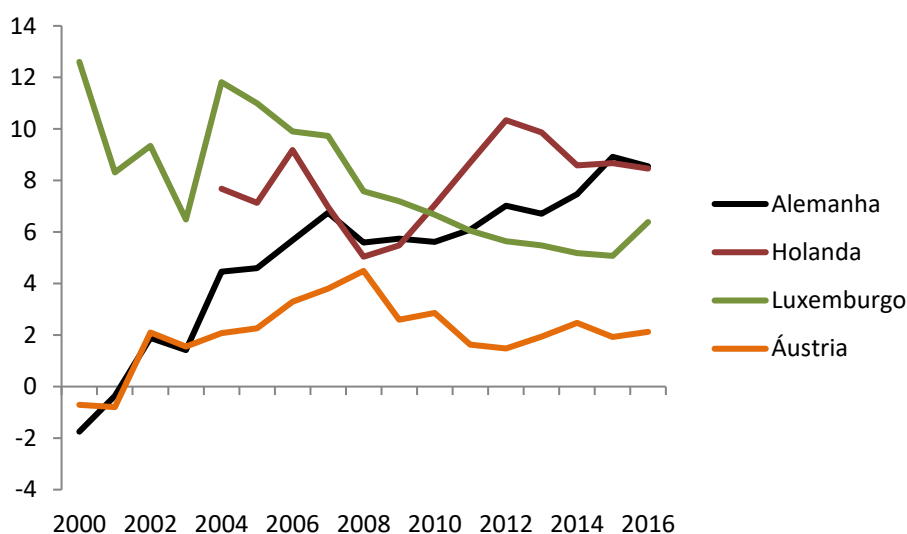


Figura 2 Balança corrente países excedentários (% PIB)

Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO. Dados extraídos a 07/08/2018.

Como se pode ver na Figura 2, na Zona Euro existem países como a Holanda, o Luxemburgo, a Áustria e a Alemanha, que praticamente durante todo o período em análise apresentam excedentes externos. A Alemanha destaca-se por apresentar em grande parte do período excedentes externos crescentes, durante 2008-2015 aumenta cerca de 3,3pp e atinge o máximo de 8,9% do PIB em 2015, sendo a par da Holanda, os países com mais excedentes externos desde 2011.

Uma vez que a média do saldo da balança corrente da Zona Euro é 0% do PIB e estes países são excedentários, encontrando-se acima da média da Zona Euro, significa que em contrapartida existem países membros da Zona Euro deficitários, como se pode constatar na Figura 3, onde são apresentados os saldos da balança corrente dos países mais severamente afetados pela crise, para o período 2000-2017.

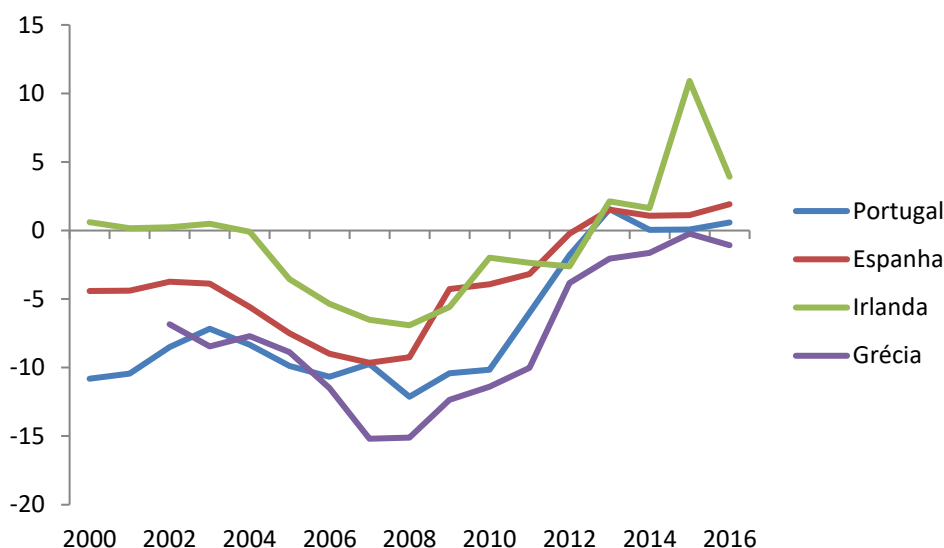


Figura 3 Balança corrente países deficitários (%PIB)
Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO. Dados extraídos a 07/08/2018.

Como se pode observar na Figura 3, Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia apresentam défices externos até 2012. Depois, apenas a Grécia continua em situação deficitária, todavia mais próxima do equilíbrio. Estes países estiveram constante e acentuadamente abaixo da média da Zona Euro, com a Grécia e Portugal a apresentarem défices externos em que atingiram os valores máximos de 15,2% e 12,1% do PIB em 2007 (ano de início da crise financeira internacional) e 2008, respetivamente.

Inicialmente, quando a EMU (*Economic and Monetary Union*) foi criada, tinha-se a expectativa que os constrangimentos da balança de pagamentos fossem aliviados, uma vez que os mercados iriam financiar empréstimos viáveis, e assim, quer a poupança, quer o investimento não seriam limitados a nível nacional, como referem Palenzuela e Dees (2016), e que seria benéfico para a economia. Blanchard e Giavazzi (2002) consideravam natural o facto de Portugal e Grécia, sendo países membros da Zona Euro e os mais pobres, apresentarem défices nas contas correntes. Na medida em que são países com taxas de retorno esperadas mais elevadas, os países pobres deverão

ver o investimento a aumentar, e como têm melhores perspectivas de crescimento deverão ver as poupanças a diminuir.

Ainda que, numa fase inicial, as diferenças dos saldos de balança corrente dos países membros da Zona Euro não significassem necessariamente uma ameaça ao adequado funcionamento da Zona Euro no seu global, a realidade é que fundamentos socioeconómicos como o nível de rendimentos, perspectivas de crescimento e demográficas, desequilíbrios externos elevados e persistentes para os seus países membros podem traduzir-se num desvio do caminho de crescimento sustentável e equilibrado, afetando a EMU como um todo, como referem Palenzuela e Dees (2016).

Foi o que acabou por se suceder, tal como Merler e Pisani-Ferry (2012) mencionam, intensos fluxos de capitais dirigiram-se para um certo número de países do Sul da Europa (Grécia, Espanha, Portugal) e à Irlanda, países estes que mais tarde viriam a ser resgatados. Provenientes sobretudo de outros países da Zona Euro, o que manteve o saldo da balança corrente da Zona Euro equilibrado e ao mesmo tempo promoveu o financiamento de grandes défices da balança corrente nos seus países membros, como se pode ver em Hobza e Zeugner (2014). Assim, a maior mobilidade de capitais reforçou as posições de excedentários e deficitários, originando uma maior lacuna entre eles, uma vez que os países deficitários aumentaram as suas dívidas e os países excedentários aumentaram o fluxo de empréstimos, ver por exemplo Palenzuela e Dees (2016).

Baldwin *et al.* (2015) apontam o endividamento externo e o aumento dos fluxos de capitais, que está diretamente relacionado com a implementação da moeda única, porque permitiu uma maior liberalização de mobilidade de capitais, como fator responsável pela crise, uma vez que promoveu desequilíbrios da balança corrente, visto que todas as nações afetadas apresentavam défices de conta corrente.

Observando diversas situações que ocorreram no passado, Reinhart e Rogoff (2008) constatam que, historicamente, quantias excessivas e repentinas de fluxos de mobilidade capital são seguidas por crises domésticas bancárias. Realçam que grandes quantias de entrada de capital promovem um maior risco de crise de dívida.

Pisani-Ferry, Sapir e Wolff (2013) referem que uma crise devido à balança de pagamentos é muito ameaçadora para a maior parte dos países, porque ficam sem capacidade de honrar os seus compromissos internacionais em caso de *sudden stop* (paragem súbita de entrada de fluxo de capital).

Desde 2009, verifica-se uma redução dos défices externos, embora os países permanecessem ainda numa situação vulnerável. Apenas posteriormente a 2012, é que efetivamente se observa uma convergência dos saldos de balança corrente para valores de equilíbrio.

O endividamento externo foi facilitado, porque antes da crise, devido à EMU, os investidores viam os títulos de dívida pública de toda a Zona Euro como tendo o mesmo risco, ou melhor, igualmente seguros, ver por exemplo Fernández-Villaverde *et al.* (2013). Consideravam-se, por exemplo, as dívidas governamentais gregas e alemãs como equivalentes. Esta foi, em parte, uma das insensatezes dos investidores privados, mas foi também em parte o resultado das regras reguladoras estabelecidas pela Comissão de Supervisão Bancária de Basileia (uma comissão internacional de supervisores bancários), que permitia aos bancos tratar a dívida governamental como estando livre de risco, por se pensar que a Zona Euro forneceria uma rede de proteção a esses fluxos.

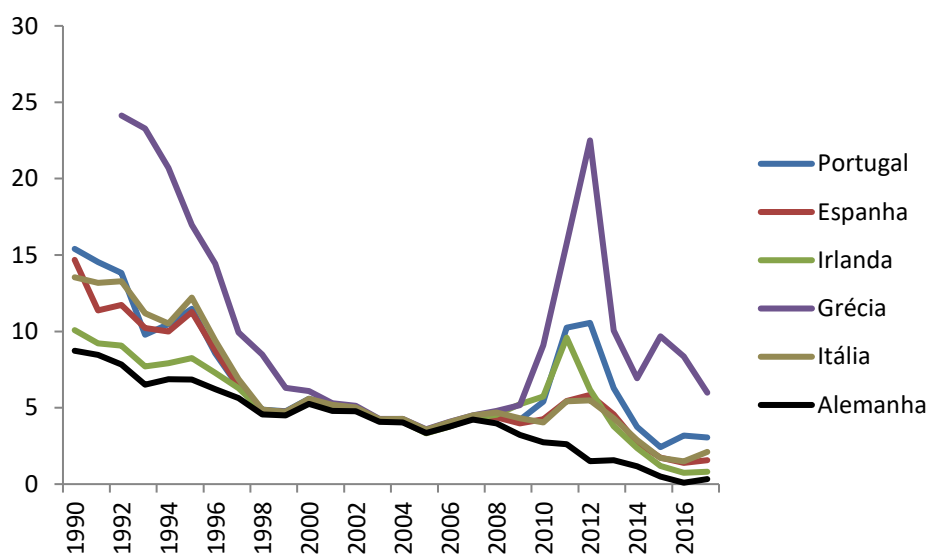


Figura 4 Taxas de juro da dívida pública de longo prazo na Zona Euro
Fonte: Cálculos do autor com base no Eurostat. Dados extraídos a 15/05/2018.

Na Figura 4 é notória a equalização das taxas de juro de dívida pública dos países da Zona Euro entre o ano 2000 e 2009, ou seja, verificou-se uma convergência, como se pode constatar com as linhas sobrepostas entre 2003-2007 com valores a rondar os 3% e os 4%, incentivando o endividamento dos países periféricos e a acumulação de desequilíbrios externos.

A partir de 2009, verifica-se a dispersão das taxas de juro de dívida pública. A crise financeira internacional de 2007-2008 originou uma reavaliação geral dos riscos financeiros e o sucessivo reconhecimento da insustentabilidade dos desequilíbrios dos países membros da Zona Euro. Os investidores ficaram reticentes a financiar países nos quais os défices eram bastante elevados, como conferem Cavallo *et al.* (2018). Portugal e Grécia são exemplos desse efeito, atingindo em 2012 a taxa de juros de dívida pública máxima de 10,6% e 22,5%, respetivamente.

Calvo *et al.* (2004) referem que as paragens súbitas de financiamento de capital são acompanhadas por subidas da taxa de juro e perdas de reservas, que está associado às mudanças nos fluxos de capitais. Quando os investidores percecionaram os riscos inerentes, gerou-se um clima de desconfiança e as taxas de juro da dívida pública dispararam, principalmente da Grécia, e a aversão aos seus mercados aumentou exponencialmente, porque em tempos de instabilidade os investidores preferem investir em títulos com menos risco, nomeadamente nos alemães, como se pode observar em Brunnermeier *et al.* (2016).

Lane (2016) refere que um país que apresente níveis de défice de conta corrente elevados enfrenta o risco de *sudden stop*, que está associado a uma forte recessão, descida dos preços dos ativos e dificuldades financeiras, no qual o fluxo de capital líquido entra em inversão. A perda de confiança dos mercados na sua capacidade de cumprirem os compromissos assumidos com os credores, associada à dependência que esses países tinham no endividamento externo despoletou graves problemas económicos.

Assim, países com elevados e persistentes défices externos foram os países mais afetados pela paragem brusca de financiamento. A falta de financiamento de capital exterior a países que eram bastante dependentes dessa operação levantou preocupações de viabilidade dos bancos e dos governos. Ficaram perante um estado de pouco crescimento e, em contrapartida, grande défice e dívida pública, uma combinação temível para a economia de um país.

A paragem súbita no financiamento afetou as instituições financeiras e também os Estados devido à sua forte ligação, o que de acordo com Baldwin *et al.* (2015) ampliou e espalhou a crise. A apelidada espiral diabólica (*diabolic loop*), que consiste na ligação entre o risco de crédito do estado e bancário, marcou a crise soberana na Zona Euro. Os regulamentos bancários de Basileia trataram a dívida do estado como sendo livre de qualquer risco, assumindo implicitamente que seriam sempre resgatados

em caso de necessidade. Esta assunção induziu os bancos europeus a estarem excessivamente expostos aos riscos de crédito do estado, o que levou à espiral diabólica, no qual o risco do estado e bancário reforçavam as fraquezas de uma da outra, Brunnermeier *et al.* (2016). A deterioração da credibilidade reduziu o valor de mercado das participações dos bancos na dívida pública interna e os governos tiveram de resgatar os bancos em dificuldades agravando os seus custos de financiamento. Os investidores ficaram preocupados com o nexo destrutivo entre os bancos e os países soberanos, em que os últimos dependeram dos primeiros para o financiamento, e os primeiros dependeram dos segundos para serem resgatados da crise. À medida que cresciam as dúvidas sobre a credibilidade dos países soberanos e os receios em relação à economia da Zona Euro, cresciam também as pressões sobre o financiamento bancário.

Neste seguimento, surgiu o efeito contágio, uma vez que a situação económica da Zona Euro se agravou quando o clima de suspeição se alastrou dos países periféricos para os do núcleo, como a Bélgica, a Espanha e a Itália, através de uma subida substancial das taxas dos títulos do governo, como se pode ver em Baldwin *et al.* (2015).

Recentemente, após um período de grande dispersão, as taxas de juro da dívida pública voltaram a convergir, mas agora incorporando diferentes prémios de risco.

Como foi referido anteriormente, a crise esteve associada à desvalorização do endividamento, ou seja, à subvalorização do risco do endividamento e aos desequilíbrios de conta corrente. Lane (2013) menciona que o aumento de fluxo de dívida aumentou a vulnerabilidade do sistema financeiro da Zona Euro a choques do mercado de crédito e de *output*, contribuindo para a falta de capacidade de absorção do risco, devido ao desfasamento com os níveis relativamente mais baixos de financiamento de capital próprio.

Um elevado nível de dívida é um enorme risco face a uma possível situação macroeconómica negativa e/ou em caso de choque negativo do sistema de crédito, podendo ter consequências económicas graves. Na Figura 5 é apresentada a dívida pública em percentagem do PIB dos países resgatados na crise do euro, para o período 2000-2017.

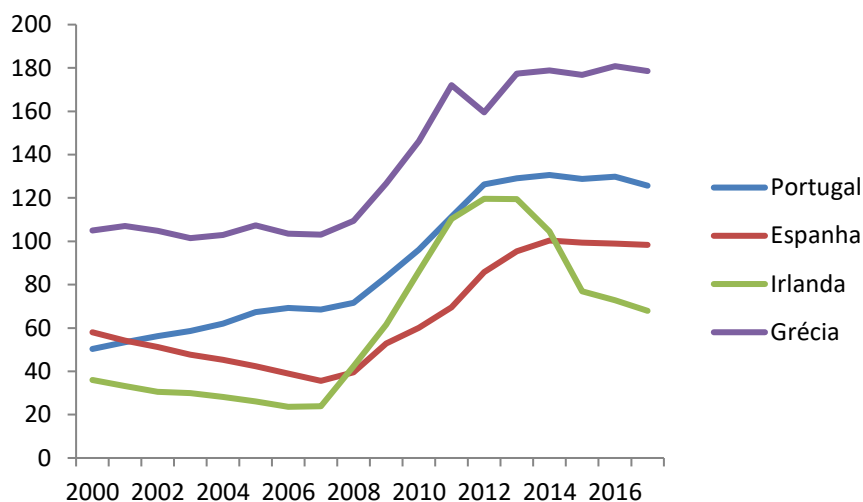


Figura 5 Dívida Pública (% PIB)

Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO. Dados extraídos a 07/08/2018.

Na Figura 5 pode se verificar que até 2007, a dívida pública dos países em estudo era inferior ao período posterior. Contudo, a Grécia nesse período já apresentava elevada dívida pública, superior a 100% do PIB. Portugal é o único país cuja dívida pública até 2006 está em permanente subida, atingindo nesse mesmo ano o valor de 69,2% do PIB. Enquanto na Espanha e na Irlanda observam-se níveis inferiores e constata-se inclusivamente a sua diminuição, sendo que registam os mínimos de 35,6% e 23,6% do PIB em 2007 e 2006, respetivamente.

Desde o ano 2008, verifica-se um aumento acentuado e generalizado da dívida pública. Todos os países em estudo atingiram valores de dívida pública superiores aos 100% do PIB. Portugal a partir de 2012 apresenta valores acima dos 125% do PIB, enquanto a Espanha desde 2013 apresenta uma dívida pública a rondar os 100% do PIB. A dívida pública da Grécia, desde 2013 que é superior a 175% do PIB, atingindo o valor máximo de 180,8% do PIB em 2016. A Irlanda foi o país que obteve maior crescimento de dívida pública, entre 2007 e 2012 aumentou 5 vezes o seu valor de dívida pública, atingindo o valor máximo de 119,6 % do PIB no último ano desse período. Porém, desde 2013 destaca-se por obter uma redução significativa, obtendo uma percentagem de dívida pública abaixo dos 70% do PIB em 2017, enquanto os restantes permanecem com taxas de dívida pública praticamente constantes. Os países recorreram à dívida para fazer face às suas necessidades, todavia o aumento foi tão elevado que a situação se tornou insustentável e promoveu a crise da dívida da Zona Euro.

Os investidores tornaram-se relutantes em emprestar, e, portanto, ficou marcado pela paragem dos empréstimos transfronteiriços, e esta interrupção abrupta de fluxos de

capital aumentou as preocupações de viabilidade dos bancos e dos governos, aumentando rapidamente os rácios de dívida pública, como referem Baldwin *et al.* (2015).

A dívida pública é um problema grave e o seu aumento acarreta consequências difíceis para a economia, porque mais dívida pública significa maiores encargos com juros, e, portanto, menor capacidade para resistir às recessões cíclicas que acontecem, para além de afetar as perspetivas de crescimento económico.

Elevados níveis de dívida pública podem aumentar a fragilidade financeira e o risco de crise, como se pode ver em Eichengreen e Panizza (2016). Baldwin *et al.* (2015) afirmam que caso a dívida pública chegue a um ponto em que parece um *vortex*, sendo demasiado elevada e sem apresentar indícios de melhoramentos, existe a possibilidade de incumprimentos ou então ter de se recorrer a resgates financeiros e a emprestadores de última instância.

Apesar de se constatar um crescimento elevado da dívida pública durante o período em estudo, antes da crise se ter deflagrado a Irlanda e a Espanha tinham baixos rácios de dívida pública em percentagem de PIB, o que não fazia prever os desempenhos económicos que viriam a ter. A grande diferença para a Alemanha residia no facto da Alemanha ser um país com excedentes externos.

No período final, a partir de 2014 mais concretamente, verifica-se um comportamento constante e/ou de ligeira diminuição para todos eles. Para isso, tem sido essencial a trajetória descendente das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, como se pode ver em Banco Portugal (2017). A Zona Euro estabeleceu como objetivo valores abaixo do limite de Maastricht, 60% do PIB, que neste momento para determinados países ainda são dificilmente alcançáveis, mas que a médio/longo prazo serão desejáveis e benéficos.

A redução do endividamento e a credibilidade da trajetória da redução da dívida são fulcrais para garantir a sustentabilidade do financiamento das economias. No caso de Portugal e Grécia, prevalecem com elevados níveis de endividamento tornando as respetivas economias vulneráveis a quaisquer desenvolvimentos que impliquem subidas nas taxas de juro às quais se processa o financiamento externo.

2.3 Desequilíbrios externos e ajustamento

A globalização financeira e liberalização de fluxo de capitais e consequente intensificação da dívida externa resultaram na diminuição da correlação da poupança com o investimento, ver em Reinhardt *et al.* (2013). Enquanto numa economia fechada o investimento está restringido à quantidade de capital da poupança, numa economia aberta existem outras maneiras de se obter capital, podendo ser mais facilmente financiado nos mercados financeiros internacionais, ver Taylor (2002), e não depender exclusivamente da poupança. O que é relevante para países pobres com boas perspectivas de crescimento.

Contudo o endividamento envolve riscos, em particular os que decorrem devido à substituição da poupança interna pela poupança externa para financiar o investimento e o crescimento, como referem Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017). Cavallo *et al.* (2018) também defendem que as poupanças estrangeiras não são um bom substituto das poupanças domésticas, uma vez que episódios de grandes quantias e persistentes de déficit normalmente não terminam bem. Os primeiros cinco anos até são caracterizados por um período de relativamente bom crescimento, porém posteriormente, toda essa vantagem de crescimento é completamente perdida.

Desde o lançamento do euro tem-se assistido a diferenças significativas no desenvolvimento da poupança e do investimento. Este fenómeno é justificado pelas persistentes divergências na balança de conta corrente no período anterior à crise de 2007/2008, como mencionam Palenzuela e Dees (2016).

O conceito económico de poupança consiste na diferença entre o rendimento disponível e as respetivas despesas de consumo final e a poupança total é o somatório da poupança das famílias, das empresas (inclusive sociedades financeiras e não financeiras) e do estado, como se pode ver em Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017).

Uma economia cuja poupança está aquém do investimento é considerada um devedor líquido e acumula passivos estrangeiros. Basicamente, recebe uma receita adicional no presente, porém concede o direito de reivindicação a quem pediu emprestado de receber no futuro com juros. Por isso é necessário ter cuidado para não exagerar, porque os investidores ficam relutantes a financiar défices que excedam determinadas margens, Cavallo *et al.* (2018). Para além disso, nos períodos de crise

quando os empréstimos não foram concedidos, ter poupanças era fundamental para conseguir manter alguma estabilidade económica.

Na Figura 6 são apresentados os saldos de balança corrente, a taxa de poupança e de investimento de Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, para o período 2000-2016.

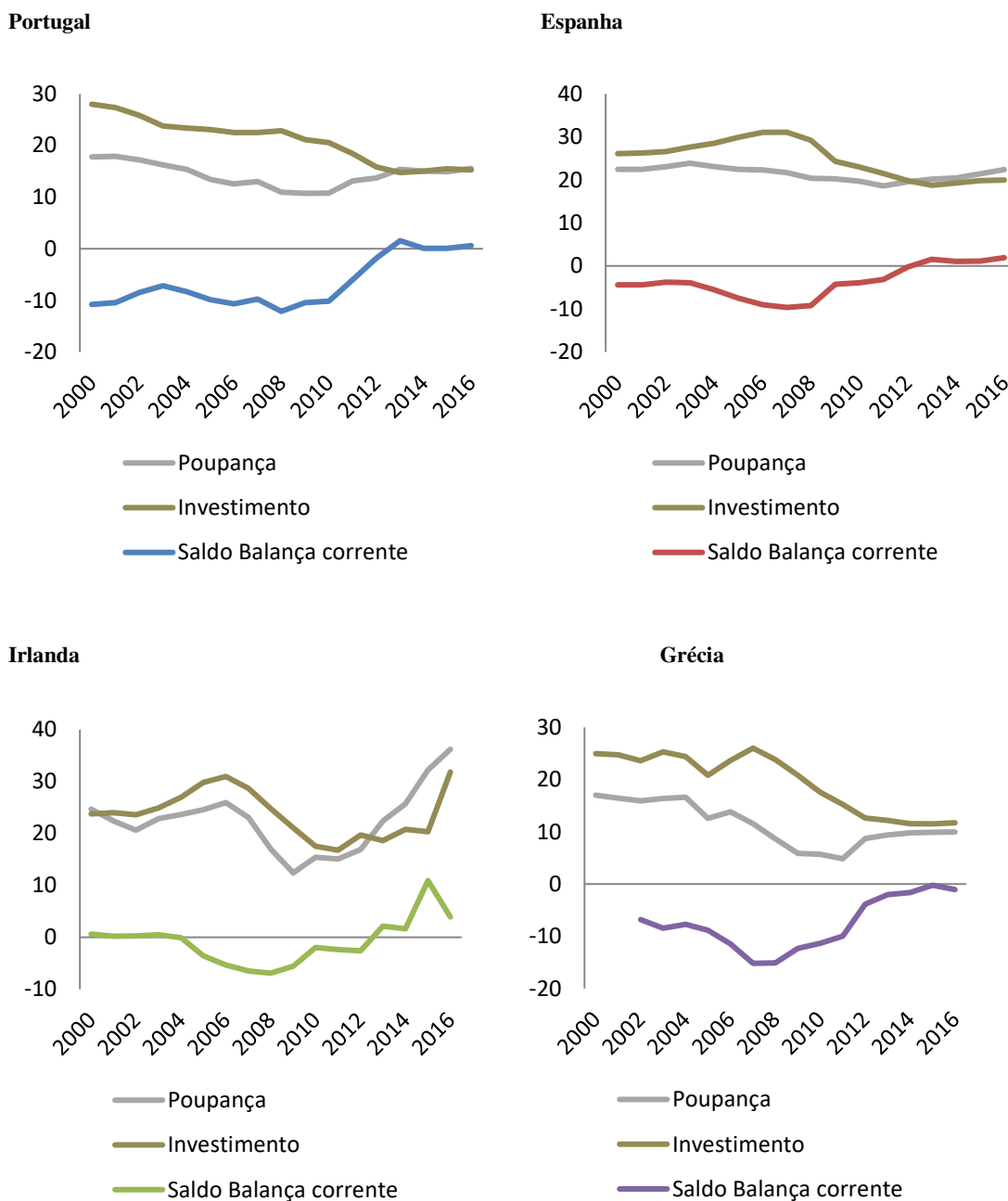


Figura 6 Taxa de Poupança, taxa de Investimento e saldo da Balança corrente.
Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO. Dados extraídos a 07/08/2018.

Como se pode observar na Figura 6, Portugal em 2000 apresenta uma taxa de poupança e de investimento de 17,8% e de 28% do PIB, respetivamente, sendo o país

dos quatro em estudo, com maior taxa de investimento neste ano. Posteriormente, regista-se uma tendência decrescente da poupança até 2009, em que atinge o mínimo de 10,7% do PIB, que é acompanhada pelo decréscimo do investimento, o que significa que a diminuição da poupança não está relacionada com o aumento do investimento, uma vez que também diminui. A partir de 2009, a poupança aumenta, enquanto o investimento continua a diminuir até o ano de 2013, em que ambas as taxas se igualam em torno dos 15% do PIB e se mantêm constantes, apresentando desde 2013 excedentes externos.

Na Grécia, apesar do comportamento da taxa de poupança e de investimento oscilarem até 2007, este período é caracterizado maioritariamente pelo decréscimo de ambas as taxas, o que sugere que a diminuição de 5,5pp da poupança entre 2000-2007 também não é justificada pelo aumento do investimento. A partir de 2006/2007 verifica-se uma quebra mais evidente de ambas as taxas, e somente desde 2012 começam a convergir, estabelecendo-se na ordem dos 10% do PIB para a poupança e dos 12% do PIB para o investimento, continuando com saldo de balança corrente negativo.

Em Portugal e na Grécia, os elevados défices de conta corrente entre o período de adesão ao euro e a crise financeira internacional, são explicados pela redução da poupança, como mencionam Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017). O sucessivo decréscimo da taxa de poupança pode, em certa parte, ser explicado pela diminuição da taxa de juro, que devido à sua baixa rentabilidade favoreceu o endividamento com a acessibilidade a taxas reduzidas, e também pela sua aplicação no consumo e nas despesas públicas.

No caso da Espanha e da Irlanda verifica-se uma situação diferente devido ao aumento do investimento constatado até 2006. Na Espanha, durante o período anterior à crise financeira internacional (2000-2007) observa-se uma redução da taxa de poupança, embora ligeira (0,8pp), mas em contrapartida o aumento da taxa de investimento, que registava em 2000 cerca de 26,1% do PIB e atinge o pico de 31,1% do PIB em 2006. O período posterior é marcado pela diminuição acentuada do investimento até 2013, em que regista 18,8% do PIB, e pelo decréscimo menos pronunciado da poupança até 2011. A partir desse mesmo ano, verifica-se um aumento da poupança superior ao do investimento, que permite à Espanha apresentar excedentes externos desde 2013.

Relativamente à Irlanda, até 2006 verifica-se o aumento da taxa de poupança e da taxa de investimento, sendo que o aumento do investimento é superior ao da poupança. Entre 2000 e 2006, a Irlanda regista uma subida do investimento de cerca de

7pp e em 2006 obtém o pico de 31% do PIB. A partir dessa data, o investimento e a poupança diminuem substancialmente, atingindo em 2009 o valor mais baixo da poupança, 12,4% do PIB. Desde 2013, observa-se o aumento de ambas as taxas, mas em que a poupança cresce mais acentuadamente.

Na Espanha e na Irlanda, os défices externos devem-se essencialmente ao aumento do investimento, ao contrário de Portugal e da Grécia. O que é um fator a ter em conta, uma vez que Cavallo *et al.* (2018) consideram que o processo de ajustamento é diferente se a diminuição da poupança estiver relacionada com o aumento do investimento ou não, porque uma maneira do endividamento externo ser benéfico é se for aplicado para financiar o investimento. Nesses casos os riscos são menores, porque o investimento pode ser um fator crucial para promover a produtividade e o crescimento económico, segundo De Long e Summers (1991) o investimento em equipamento é a chave para o crescimento económico. Aliás, Cavallo *et al.* (2018) culpabilizam os países que não usaram as poupanças externas no financiamento da importação e desenvolvimento de equipamentos. Palenzuela e Dees (2016) mencionam que as entradas de capital não foram eficientemente canalizadas, nomeadamente para o setor de bens transacionáveis, impossibilitando a obtenção dos retornos necessários para satisfazer e fazer face aos passivos externos acumulados.

Desde 2006, verifica-se a queda generalizada do investimento nos países resgatados. Essa diminuição é resultado dos esforços do setor público e privado em fortalecer os seus balanços orçamentais, focando-se especialmente em pagar a dívida e reduzir os défices orçamentais, como referem Valla *et al.* (2014), com a crise, as finanças públicas ficaram sobre pressão e direcionaram o capital para outros lados, nomeadamente para o sistema bancário para evitar o risco sistémico. Contudo o fator investimento é realçado pelo Banco de Portugal (2017) como uma das variáveis fundamentais para o crescimento da economia durante o período de recuperação.

Posteriormente à crise verifica-se uma tendência de aumento da taxa poupança para todos os países em estudo. Normalmente, o elevado nível de desemprego e a instabilidade fiscal têm como reação um aumento das poupanças. A instabilidade financeira relacionada com as tensões no sistema bancário e no mercado financeiro, juntamente com incerteza política, geram um clima de incerteza que motiva as poupanças, denominadas poupanças de precaução, Palenzuela e Dees. (2016).

Conclui-se, que apesar de Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia apresentarem todos eles défices externos, a natureza do desequilíbrio externo é diferente e, portanto,

pretende-se analisar se este fator, efetivamente se reflete numa maior perda de PIB e emprego e num processo de recuperação mais longo.

3. Crise e recuperação nos países resgatados na crise do euro

Nesta secção o objetivo é identificar os períodos de recessão económica da Zona Euro, bem como dos países resgatados na crise do euro: Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia. Primeiro, abordam-se os diferentes métodos de datação dos ciclos económicos e seleciona-se o método dos dois trimestres consecutivos de decréscimo do PIB real para aplicar neste estudo. Tendo em conta os períodos de recessão da Zona Euro, realiza-se uma análise panorâmica das variáveis macroeconómicas: PIB e desemprego dos países resgatados na crise do euro em comparação com a média da Zona Euro, de modo a observar como a crise os afetou e se, de facto, verificam-se impactos económicos diferentes.

Posteriormente, realiza-se uma análise mais individualizada, na qual se identificam os períodos de recessão económica de cada um deles, desde o ano 2000, e se demonstra o impacto económico que causaram e as respetivas recuperações, quantificando a variação de PIB e de emprego em cada uma das recessões económicas, primeiramente em Portugal, de seguida Espanha e Irlanda e, por fim na Grécia. Por fim, será comparado o ano de 2008 (ano em que iniciou o período de recessões da Zona Euro) com o ano de 2016, para analisar a situação económica dos países nos dois momentos e observar se em 2016 as recuperações económicas conseguiram-se sobrepor aos danos causados pelas recessões.

3.1 Datação dos ciclos económicos

O estudo dos ciclos económicos é uma área que continua a ser investigada por não existir um método consensual na identificação dos períodos de recessão económica.

A regra comumente utilizada para datar os ciclos económicos, consiste em identificar as recessões económicas como períodos em que se registam pelo menos dois trimestres consecutivos de variação em cadeia negativa do PIB real, como refere Rua (2017). Basicamente, a recessão começa logo depois de a atividade económica ter atingido o pico (ponto máximo) e termina quando atinge a cava (ponto mínimo), metodologia utilizada pelo comité do *Centre for Economic Policy Research* (CEPR). O intervalo entre o pico e a cava da curva do PIB real é considerado como o período de recessão e o entre a cava e o pico é o de expansão.

Porém, num estudo elaborado por Rua (2017) é realizada a comparação da identificação dos períodos de recessão em Portugal pela regra que foi referida acima e pela aplicação do algoritmo de Bry-Boschan (BB) ao logaritmo do PIB real, que se baseia num conjunto de filtros e regras para detetar os mínimos e os máximos da série. Contudo, como o PIB está disponível numa base trimestral recorre ao algoritmo BB modificado proposto por Harding e Pagan (2002), que partilha as mesmas características do original, mas adaptado para a frequência trimestral, e conclui-se que a maioria dos pontos de viragem coincide. Somente diferem em alguns pontos, porque por exemplo no algoritmo a magnitude do declínio da atividade é considerada, enquanto no outro método basta existirem dois trimestres negativos consecutivos que já é contabilizado como período de recessão. No algoritmo também não é suficiente apresentar crescimento económico para concluir o período de recessão, se for residual considera que permanece em recessão económica, por isso os períodos de recessão são mais prolongados, como se pode ver nos anexos, no qual são identificados os períodos de recessão por este método (ver anexos - Tabela 26).

Outro dos aspetos que também é colocado em causa, nomeadamente por Leamer (2009) é o facto de se utilizar somente o PIB como indicador. O *National Bureau of Economic Research* (NBER), a entidade responsável pela datação dos ciclos económicos da economia americana (ver NBER.ORG), considera o PIB como um indicador insuficiente e utiliza outros fatores, nomeadamente o desemprego, a intensidade de horas de trabalho e o excesso de capacidade na manufatura. Define a recessão económica como um significativo declínio da atividade económica espalhando-se por toda a economia durante pelo menos alguns meses, sendo os seus efeitos visíveis no PIB real, na receita, no desemprego, na produção industrial e nas vendas no retalho. O CEPR (2015) aplica o mesmo procedimento para identificar os períodos de recessão económica da Zona Euro. Considera o PIB real, mas utiliza também outros indicadores como o desemprego. Porém, por exemplo Giannone *et al.* (2010) consideram que o PIB é um indicador que reflete a atividade económica e focam-se exclusivamente nele para a identificação dos ciclos económicos.

Resumindo, não existe um método único e exato de identificação dos períodos de recessão económica. Apesar de algumas discrepâncias, o método de dois trimestres consecutivos de decréscimo do PIB real é um bom indicador, e foi o escolhido para a determinação dos períodos de recessão económica neste trabalho.

3.2 Ciclos económicos na Zona Euro

Os ciclos económicos na Zona Euro refletem o comportamento das economias que a constituem, que apresentam grande heterogeneidade. Na Figura 7 apresentam-se os ciclos económicos da Zona Euro, desde o ano 2000, com base no método dos dois trimestres consecutivos de decréscimo do PIB real. Os períodos de expansão e recessão coincidem com os períodos datados pelo CEPR. Assim, entre o ano 2000 até 2017 verificam-se dois períodos de recessão – sinalizados a sombreado na Figura 7 -, em que a primeira começa no primeiro trimestre de 2008 e termina no segundo de 2009, contabilizando 5 trimestres de recessão. A segunda recessão teve início no terceiro trimestre de 2011 e acaba no primeiro trimestre de 2013, tendo uma duração de 6 trimestres.

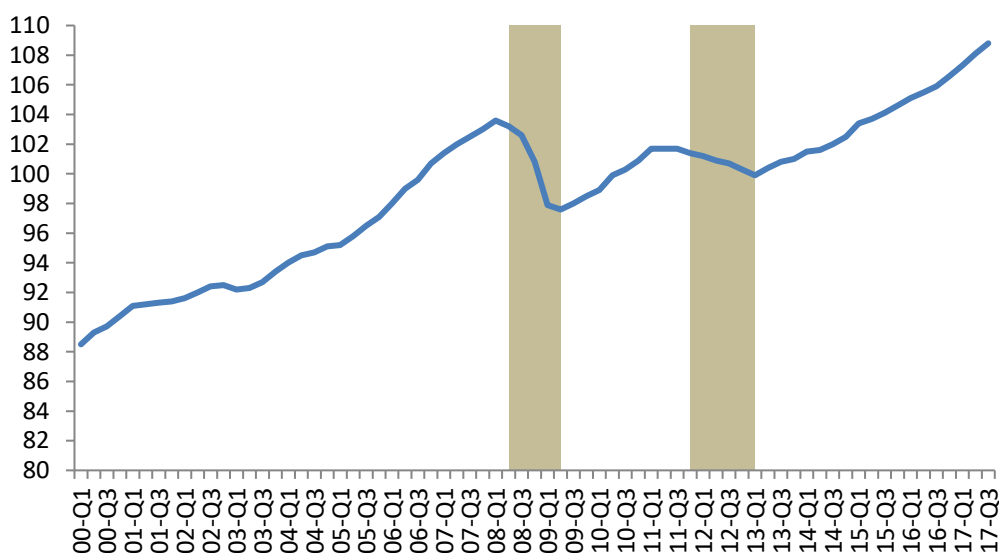


Figura 7 Gráfico do PIB da Zona Euro a preços constantes, índice 2010=100. Zona cinzenta são os períodos de recessão
Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado de sazonalidade. Dados extraídos a 12/04/2017.

De acordo com o CEPR (2017), desde a última recessão da Zona Euro a recuperação tem sido lenta, mas sustentada, ou seja, com taxas de crescimento do PIB baixas, mas persistentes. De acordo com CEPR (2017), a recuperação na Zona Euro deve-se essencialmente ao consumo privado e ao investimento privado.

A implementação da moeda única promoveu alterações económicas nos países membros da Zona Euro, contudo de acordo com Giannone *et al.* (2010) não alterou os respetivos ciclos económicos, porque os países membros, que apresentavam níveis similares de PIB per capita nos anos 70, obtiveram ciclos económicos semelhantes

durante este período e os que apresentavam uma atividade económica mais heterogénea e volátil obtiveram ciclos económicos menos correlacionados com o resto dos países da Zona Euro ao longo deste período. Concluem que o estabelecimento da EMU não alterou o padrão.

3.3 Ciclo económico da Zona Euro: PIB e desemprego nos países resgatados

Como vimos na secção anterior, desde a criação da Zona Euro tiveram lugar duas recessões. Nesta secção descreve-se o seu impacto sobre o PIB e a taxa de desemprego de quatro países que tiveram de recorrer a pedidos de resgate durante a crise que afetou a Zona do Euro, na sequência da crise financeira internacional: Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia. Todos os países e comunidades têm períodos em que o PIB cresce favoravelmente e existe boa empregabilidade, contudo também existem outros em que o PIB decresce ou tem um crescimento reduzido e o emprego é difícil de alcançar por parte da população. Efetivamente, o crescimento negativo do PIB, tal como um corpo com elevada temperatura, é um sintoma de doença, como indica Leamer (2009). Estes períodos de fraco ou crescimento negativo são por isso indesejáveis e a política económica procura reduzir a sua duração e efeitos negativos no bem-estar da população.

Na Figura 8 apresentam-se as taxas de crescimento do PIB de Portugal, Espanha, Irlanda, Grécia e da Zona Euro, para o período 2000-2016. As taxas decrescem especialmente nos períodos de crise, obtendo inclusivamente valores negativos. Desde 2007 e 2008 (para Portugal), as taxas de crescimento do PIB começam a diminuir e em 2009 registam-se os picos de contração do PIB de 3%, 3,5%, 4,6% e 4,5% para Portugal, Espanha, Irlanda e Zona Euro, respetivamente. Nesse ano, a Grécia apresenta 4,3% de contração do PIB, mas ao contrário dos restantes que não apresentam contração do PIB em 2010, a Grécia ainda apresenta valores superiores, atingindo o pico em 2011 de 9,1%. Portugal e Espanha voltam novamente a apresentar contração do PIB a partir de 2011, atingindo o valor máximo de 4% e 2,9% em 2012, respetivamente, valores estes superiores aos da Zona Euro, que registou 0,9% de contração do PIB.

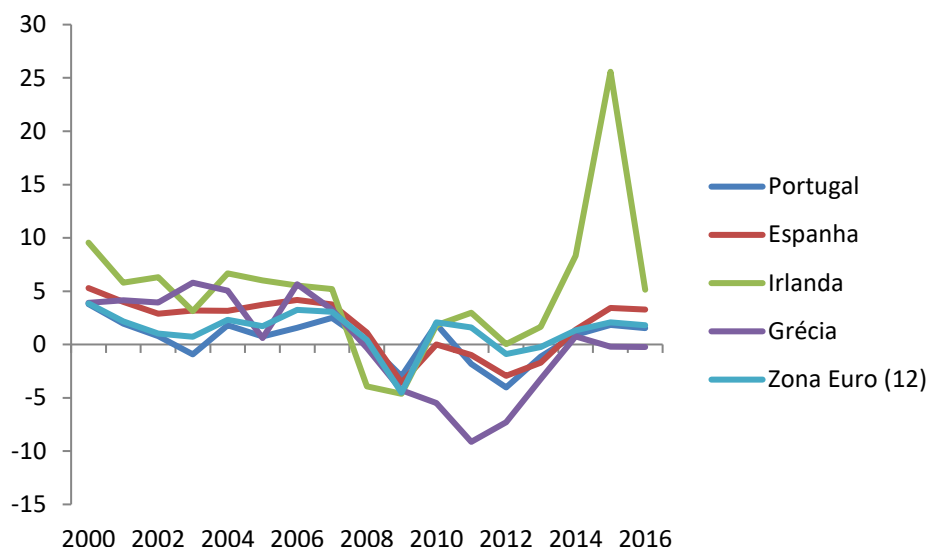


Figura 8: Taxa de crescimento anual do PIB, 2000-2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do The World Bank, a preços constantes relativamente ao ano base 2010. Dados extraídos a 01/03/2018.

No período posterior à crise, nomeadamente a partir de 2014, constata-se crescimento do PIB na Zona Euro de cerca de 1,3% associado aos grandes e abruptos ajustamentos efetuados devido à crise financeira internacional global e à crise da dívida na Zona Euro. Essa recuperação também se reflete nos países resgatados na crise do euro, uma vez que desde 2015, Portugal regista valores de crescimento do PIB superiores a 1,5% e a Espanha ainda apresenta um crescimento mais acentuado, em que regista crescimento do PIB superior a 3%. A Irlanda, dos quatro países em estudo, é o que denota a melhor a recuperação económica e chega a atingir em 2015 cerca de 25% de crescimento do PIB. A recuperação apenas não se reflete na Grécia, porque permanece com taxas de crescimento próximas dos 0%.

Na Figura 9 apresenta-se a taxa média de crescimento anual do PIB para diferentes períodos, definidos com base na datação do ciclo económico da Zona Euro pelo CEPR, como se descreveu anteriormente. Assim, os períodos entre 2008-2009 e 2011-2013 representam os períodos de contração económica enquanto os restantes correspondem a períodos de expansão económica. O ano de 2010 é o período no qual existe crescimento económico entre as duas recessões. Também se acrescenta o intervalo de tempo entre 2008 e 2016 para analisar a média de crescimento do PIB envolvendo os períodos de crise e de recuperação económica.

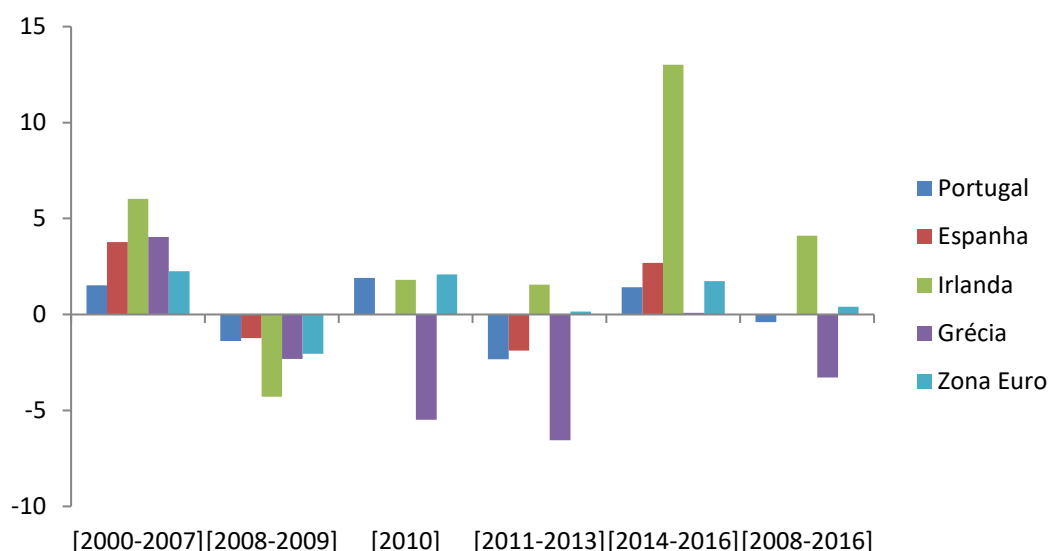


Figura 9 Taxa de crescimento médio anual do PIB, 2000-2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do The World Bank, a preços constantes relativamente ao ano base 2010. Dados extraídos a 01/03/2018.

Desde 2000 a 2007, a média de crescimento do PIB era sensivelmente 1,5%, 3,8%, 6% e 4% para Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, respetivamente. Excetuando Portugal, que apresenta uma média inferior à Zona Euro de 0,73pp (ver anexos - Tabela 27), todos os países em questão registam médias superiores à Zona Euro, especialmente a Irlanda que se destaca com 3,77pp acima. Até 2007, embora exista alguma disparidade, verificam-se médias de crescimento do PIB positivas e é a partir desse mesmo ano que se observa uma tendência diferente do comportamento do crescimento do PIB.

A primeira recessão económica da Zona Euro, entre 2008 e 2009, coincide com a crise financeira internacional que teve origem nos Estados Unidos e afetou a economia mundial. Durante este período, apesar de se observar decréscimo do PIB em todos os países em estudo, Portugal e Espanha são os que apresentam menor quebra, cerca de 1,4% e 1,2%, respetivamente, obtendo valores inclusivamente melhores que a média da Zona Euro, que registou uma quebra de 2%. Neste intervalo de tempo, a Grécia e a Irlanda apresentam perdas do PIB superiores à média da Zona Euro. A Grécia regista uma perda do PIB de 2,3% e a Irlanda destaca-se, porque no período anterior apresentava uma média de crescimento do PIB a rondar os 6% e neste sobressai pela sua quebra de cerca de 4,3% (2,24 pp superior à Zona Euro), sendo o país que apresenta maior contração do PIB neste período.

O ano de 2010 é o período intercalar entre as duas recessões económicas e é marcado pelo crescimento de cerca de 2% do PIB da Zona Euro. Portugal e a Irlanda, dos países em estudo, são os únicos que apresentam crescimento do PIB, 1,9% e 1,8%, respetivamente, sendo que Portugal é o país que apresenta maior crescimento. O PIB espanhol permanece inalterado, uma vez que apresenta uma taxa de sensivelmente 0%, e a Grécia é o único país que apresenta contração económica, cerca de 5,5%.

No período que envolve a segunda recessão económica, entre 2011 e 2013, a Zona Euro regista uma taxa de crescimento do PIB de 0,16% e a Irlanda é o único dos quatro países que apresenta crescimento económico, 1,55%, mostrando indícios de retoma económica com uma taxa média superior 1,4pp à da Zona Euro. Ao invés, a Grécia permanece com contração do PIB, cerca de 6,56%, enquanto Portugal e Espanha apesar de também obterem perda do PIB, ocorre em proporções diferentes, cerca de 2,3% e 1,9%, respetivamente.

Após os períodos de recessão, o período entre 2014 até 2016 é caracterizado pela recuperação económica. A Irlanda e a Espanha, para além de apresentarem crescimento do PIB, 13% e 2,7% respetivamente, registam uma média superior à da Zona Euro que contabilizou um aumento de 1,7% do PIB. Portugal também apresenta crescimento do PIB, porém menos acentuado, 1,4% enquanto a Grécia apresenta uma taxa baixa a rondar os 0,1%.

Analisando o período que engloba as recessões económicas e a sucessiva recuperação, entre 2008 e 2016, verifica-se que a taxa de crescimento médio anual do PIB da Zona Euro é baixa, cerca de 0,41%. A Grécia e Portugal apresentam contração do PIB, cerca de 3,3% e 0,4% respetivamente, embora no caso de Portugal seja próxima de 0%. A Irlanda, apesar das dificuldades constatadas, apresenta uma média de 4,11%, que está 3,69pp acima da média da Zona Euro, enquanto a Espanha durante este período regista uma média de 0%. É de ressaltar, que estes valores são suavizados pelos resultados positivos obtidos a partir de 2014.

Concluindo, Portugal e Grécia são os países que apresentam maiores dificuldades de recuperação no período pós-crise, estando constantemente abaixo da média da Zona Euro. Por outro lado, a Espanha e especialmente a Irlanda apresentam boa recuperação em termos de crescimento do PIB.

A seguir ao PIB, o emprego é a variável macroeconómica considerada mais importante e, portanto, deve ser tomada em consideração. Sucintamente, o PIB contabiliza o que é produzido, enquanto o emprego mede o número de pessoas que

realiza o trabalho. À semelhança do PIB, o emprego move-se de acordo com os ciclos de negócio e assim os seus números ajudam a prever em que direção a economia se dirige, como refere Leamer (2009). Veja-se o caso de uma empresa quando decide contratar ou despedir colaboradores, é uma previsão de bons ou maus períodos que se avizinham. Não é uma previsão completamente certa, contudo é bastante credível.

Para além disso, o desemprego está relacionado com o PIB através da lei de Okun, que defende que as duas variáveis macroeconómicas apresentam uma relação inversa, Okun (1962) considera que em vez de se procurar quantificar o nível do produto potencial diretamente utilizando os impactos dos diversos fatores produtivos, podia-se utilizar a informação contida no desemprego. O que é compreensível: basta considerar que trabalhadores empregados contribuem para aumentar a produção, ao contrário dos restantes, como refere Mankiw (2016). Banco de Portugal (2017) refere que utilizando dados para um conjunto bastante alargado de países, incluindo Portugal, Lafourcade *et al.* (2016) concluem que a correlação negativa entre desemprego e produto é um resultado macroeconómico bastante robusto, presente em diversos países e períodos de tempo.

Na Figura 10 procede-se à mesma divisão cronológica efetuada no crescimento do PIB, e representa-se também a taxa de desemprego média para o período entre 2000-2017.

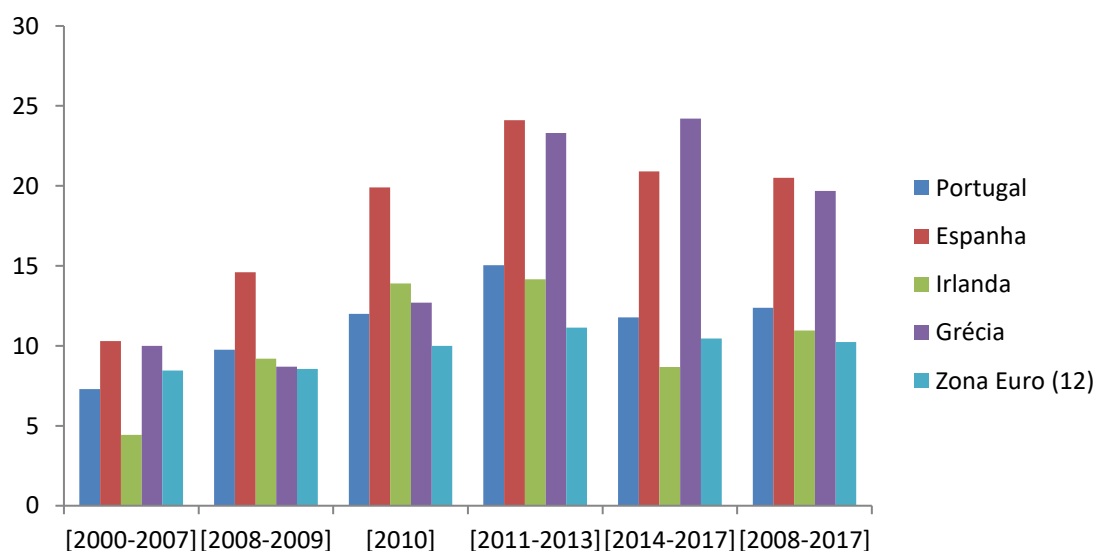


Figura 10 Taxa de desemprego, 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO. Dados extraídos a 06/12/2017.

No período entre 2000 e 2007, os valores médios da taxa de desemprego são relativamente próximos dos da Zona Euro, 8,5%. Destaque para Portugal e Irlanda que apresentam uma média inferior à da Zona Euro, 7,3% e 4,4%, respetivamente, principalmente a Irlanda que obtém uma taxa média de desemprego inferior em 4pp, aproximadamente (ver anexos - Tabela 28). A Espanha é o país que neste período apresenta a maior média de taxa de desemprego, 10,3%, seguida da Grécia que regista, 10%.

A partir de 2007/2008 a taxa de desemprego começa a aumentar significativamente nos quatro países em estudo, e em dezembro de 2008 todos eles apresentavam taxas de desemprego superiores às da Zona Euro. A recessão económica da Zona Euro que ocorreu entre 2008 e 2009, inicialmente não se notam consequências graves na taxa de desemprego média da Zona Euro, uma vez que durante este período se manteve praticamente constante, registou 8,6%. O mesmo não acontece relativamente aos países resgatados na crise do euro, porque se inicia uma tendência de aumento da taxa de desemprego, em que todos eles registam uma média superior à da Zona Euro. Portugal, Espanha e Irlanda registam uma taxa de desemprego média de 9,8%, 14,6% e 9,2%. A Grécia é o país com a média mais próxima da Zona Euro, diferindo 0,15pp.

Em 2010, apesar de se ter visto anteriormente que é um ano caracterizado por crescimento económico, na taxa de desemprego não se notam melhorias, bem pelo contrário, continua a sua trajetória ascendente. A taxa de desemprego da Zona Euro aumenta, e fica a rondar os 10%. A Espanha evidencia-se, apresentando uma taxa de desemprego de 19,9%, enquanto a Irlanda e a Grécia registam taxas de cerca de 13,9% e 12,7%, respetivamente. Neste ano, Portugal é o país que apresenta a menor taxa de desemprego, 12%.

Posteriormente, no período que engloba a segunda recessão económica da Zona Euro, entre 2011 e 2013, a taxa de desemprego continua a crescer e a Espanha e a Grécia registam taxas médias acima dos 20%. A Espanha permaneceu como o país que apresenta maior média de taxa de desemprego, registando cerca de 13pp acima da Zona Euro. No caso da Irlanda, apesar de neste período já se denotar crescimento do PIB, o mesmo não acontece na taxa de desemprego, uma vez que continuava elevada, cerca de 14,2%. Relativamente à taxa média de desemprego em Portugal, também permanece em crescendo, registando uma taxa de 15%. Todos estes valores foram superiores aos da Zona Euro, que obteve uma média de 11,1%.

Desde 2014 até 2017, nota-se uma recuperação representada pelo decréscimo acentuado da taxa de desemprego, em que a taxa média da Zona Euro diminui e regista 10,5%. Portugal e Irlanda também apresentam uma taxa média de desemprego inferior à do período anterior, registando 11,8% e 8,7%, respetivamente. Apesar da Espanha também diminuir a taxa média de desemprego, continua com uma média acima dos 20%. A Grécia é a exceção, porque apresenta uma média superior ao período anterior, 24,2%. Embora a taxa de desemprego tenha diminuído desde 2015 ocorre a um ritmo baixo.

Entre 2008 e 2017, um período que integra os períodos de recessão económica e de recuperação, os quatro países em estudo apresentam valores superiores aos da Zona Euro. A média da Zona Euro foi de 10,2% e a Irlanda e Portugal não divergem muito desse valor, obtendo 0,7pp e 2,1pp acima, respetivamente. Por outro lado, a Grécia e a Espanha destacam-se pela negativa, apresentando 9,5pp e 10,3 pp acima da Zona Euro, respetivamente.

Concluindo, a Irlanda, tal como se sucedeu relativamente ao crescimento do PIB, apesar de ter sido fortemente afetada pelas crises que ocorreram, é o país que apresenta melhor recuperação a nível do desemprego. No caso da Espanha, a taxa de desemprego aumentou exponencialmente com as crises económicas, e apesar de ainda permanecer com uma taxa de desemprego elevada observa-se uma grande diminuição. Portugal, também apresenta uma boa recuperação e vai se aproximando das taxas de desemprego desejáveis. O caso mais grave é a Grécia, que desde 2010 assumiu valores insustentáveis e está a apresentar maiores dificuldades de recuperação. É crucial, que a recuperação económica também se reflita no decréscimo do desemprego, uma vez que a diminuição das despesas com subsídios de desemprego e os aumentos da receita com contribuições para a Segurança Social beneficiam as contas das economias.

3.3.1 Portugal

Na Figura 11 e na Tabela 1 apresenta-se a datação dos ciclos económicos da economia portuguesa, para o período 1970-2017, onde as recessões, sinalizadas nas colunas a vermelho, são identificadas com base no critério dos dois trimestres consecutivos de crescimento negativo do PIB real. Nestes últimos anos, Portugal atravessou períodos económicos negativos com recessões económicas de grande amplitude. É necessário recuar aos anos 70 para observar uma crise de tamanha

dimensão, nomeadamente a de 1974. No entanto, a crise de 1974 é seguida de crescimento económico robusto, iniciando um novo ciclo económico de expansão.

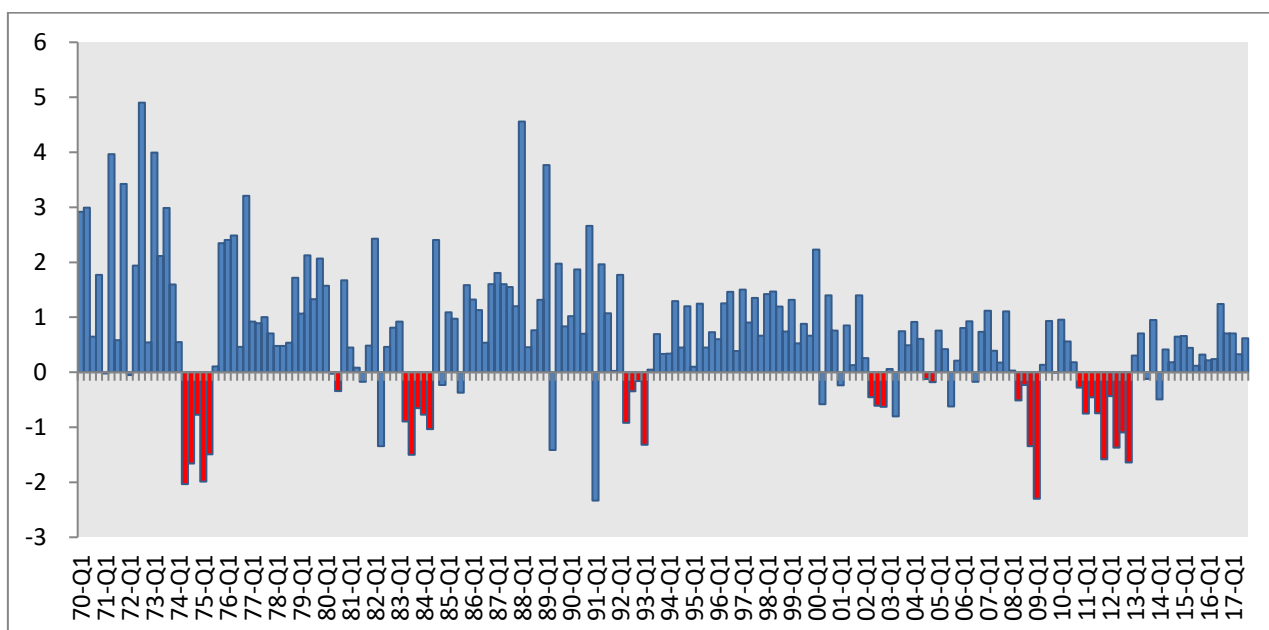


Figura 11 Portugal: Taxa de crescimento do PIB trimestral e períodos de recessão económica (vermelho), 1970-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente.

Desde o início dos anos 2000, Portugal apresenta baixas taxas de crescimento económico, tendo sido registadas quatro recessões económicas – ver Figura 12. Como veremos, dos quatro países resgatados que analisamos neste estudo, Portugal é o único que no século XXI registou dois períodos de recessão económica nos anos anteriores à crise financeira internacional ter deflagrado (apenas a Grécia registou também uma recessão económica, como veremos mais à frente). Na Tabela 1 apresentam-se as datas de início e fim das recessões e expansões e as respetivas durações em trimestres. Como se pode observar, desde a criação da Zona Euro, Portugal registou quatro períodos de recessão económica – zonas a vermelho na Figura 12 – sendo a mais longa a que se iniciou no terceiro trimestre de 2010, tendo durado nove trimestres.

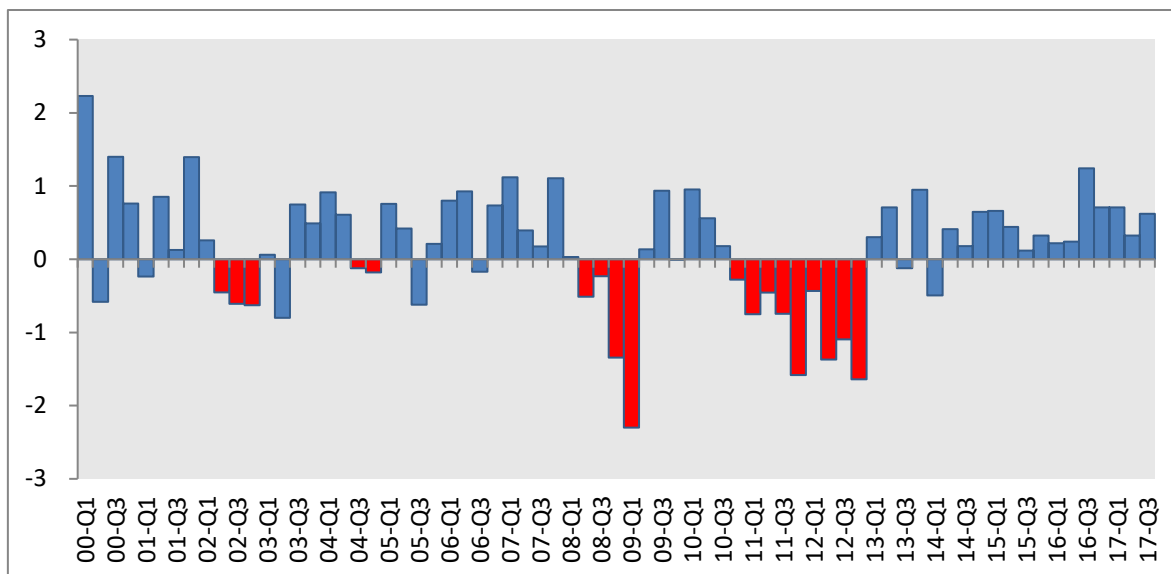


Figura 12 Portugal: Taxa de crescimento do PIB trimestral e períodos de recessão económica (vermelho), 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

Tabela 1 Portugal: Datas e duração dos períodos de recessão económica, 2000-2017

Datas de referência ciclos económicos		Duração em trimestres			
Pico	Cava	Recessão	Expansão	Ciclo	
		Do pico à cava	Da cava anterior até ao pico	Duração entre cavas	Duração entre picos
1974 (Q1)	1975 (Q2)	5			
1980 (Q1)	1980 (Q3)	2	19	21	24
1983 (Q1)	1984 (Q2)	5	10	15	12
1992 (Q1)	1993 (Q1)	4	31	35	36
2002 (Q1)	2002 (Q4)	3	36	39	40
2004 (Q2)	2004 (Q4)	2	6	8	9
2008 (Q1)	2009 (Q1)	4	13	17	15
2010 (Q3)	2012 (Q4)	9	6	15	10

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

O desempenho da economia portuguesa no período de integração na União Europeia pode ser dividido em dois períodos completamente distintos: o período entre 1986 e 1999 e o posterior à adesão ao euro. O primeiro é marcado pelo bom crescimento económico e boas expectativas, tendo mesmo se aproximado dos níveis de

PIB per capita dos países mais ricos, essencialmente devido aos critérios de convergência que teriam de ser cumpridos para aderir efetivamente à moeda única. Em contrapartida, o período posterior, foi marcado por um grande arrefecimento do crescimento económico e o defraudar das expectativas estabelecidas face ao período anterior, que ainda se agravou com a crise, como referem Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017).

Apesar das dificuldades económicas, entre 2008 e 2009, Portugal juntamente com a Espanha, dos quatro países em estudo, foram os que apresentaram menor contração económica e foram os últimos a entrar em recessão económica, apenas no primeiro e segundo trimestre de 2008, respetivamente.

Ultrapassado um ano, Portugal sai do contexto de recessão económica, todavia apenas durante 6 trimestres, porque entra novamente em fase de recessão, sendo desta vez o período mais grave da economia portuguesa. Iniciou-se no terceiro trimestre de 2010, tendo uma duração de 9 trimestres em que obteve forte contração do PIB. Este período tornou-se no período de recessão económica mais longo alguma vez registado em Portugal. A recessão económica conjugada com um crescimento contínuo da dívida pública, de políticas de austeridade, da nacionalização de bancos falidos, da intervenção externa acompanhada de resgates financeiros à economia nacional, de dificuldades no controlo do défice, de clima de contestação social, foi muito difícil para a economia portuguesa.

Este período foi denominado pelo período de crise da dívida da Zona Euro, que afetou toda a Zona Euro, mas especialmente os países periféricos. O descontrolo da dívida soberana, do défice público e o conseqüente insuportável aumento dos juros que o estado português se viu obrigado a ter de pagar para se poder financiar nos mercados internacionais levou a que se recorresse à intervenção externa por parte da *troika*, constituída pela Comissão Europeia, pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), em abril de 2011 de 78 bilhões de euros, com se pode ver em Pisani-Ferry *et al.* (2013).

Portugal saiu do último período de recessão económica no primeiro trimestre de 2013 e concluiu o programa de resgate em 2014. Desde então tem apresentado crescimento económico, mas algo fraco. Ainda assim, notam-se melhorias essencialmente a partir de 2015.

Na Figura 13 são apresentados os períodos de recessão económica de Portugal (azul) e da Zona Euro (cinzento). Comparativamente com a Zona Euro, os períodos de

recessão praticamente coincidem, uma vez que os sombreados estão sobrepostos. Para além disso, a última recessão económica tem uma duração superior à da Zona Euro e apresenta duas recessões económicas a mais, ambas no período antecedente à crise financeira internacional.

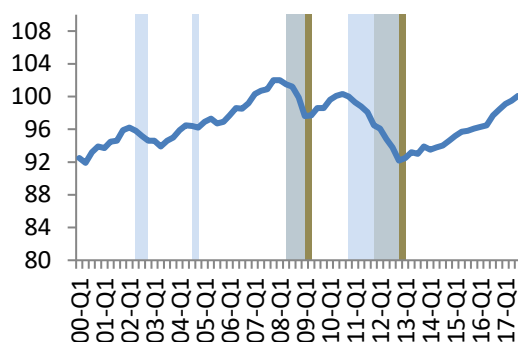
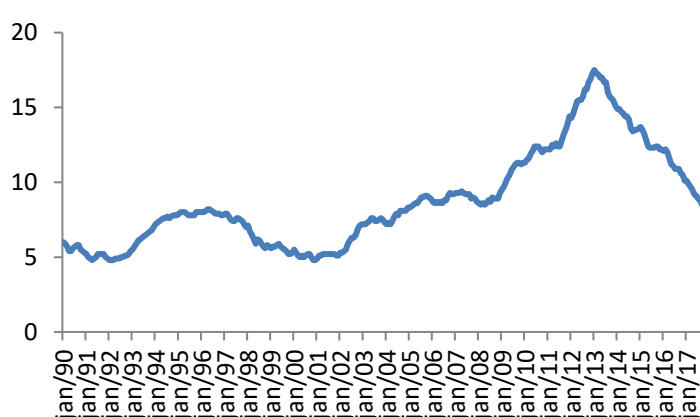


Figura 13 Períodos de recessão económica de Portugal (sombreado a azul) e da Zona Euro (sombreado a cinzento) com o comportamento do PIB de Portugal a preços constantes, índice 2010=100, 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 12/04/2017.

Não foi apenas ao nível do PIB que a economia portuguesa foi afetada, o mesmo aconteceu no desemprego, como se pode ver na Figura 14, na qual é apresentada a taxa de desemprego de Portugal, para 1990-2017, com os valores mínimos e máximos mais importantes identificados.



Mínimos	Máximos
4,8% Jan/Mar 1992	8,2% Abr/Mai 1996
4,8% Nov/Dez 2000	9,4% Abr 2007
8,5% Abr 2008	17,5% Jan 2013
8,5% Set/Out 2017	

Figura 14 Portugal: Taxa de desemprego, 1990-2017. Na tabela encontram-se os pontos máximos e mínimos mais relevantes.

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Na Figura 14, observa-se que até ao início de 1992 os valores da taxa de desemprego eram bastante baixos, chegando mesmo a atingir nesse ano valores na

ordem dos 4,8%. Até 1996, existiu um aumento relativamente acentuado, atingindo o valor máximo de 8,2%, contudo com a aproximação do ano de adesão ao euro (1999) a taxa de desemprego foi diminuindo cada vez mais, chegando no ano 2000 a alcançar o mesmo valor de 4,8%, que tinha verificado anteriormente. Depois da adesão à moeda única, a taxa de desemprego de Portugal foi aumentando gradualmente chegando a valores próximos dos 10% em abril de 2007, e observa-se apenas uma pequena redução entre 2007 e 2008. De seguida, no contexto de crise existe um aumento abrupto desde abril de 2008 até janeiro de 2013, em que atingiu o valor máximo registado durante todo o período em análise de 17,5%. Neste período de crescimento da taxa de desemprego, apenas existiu um período de exceção em que os valores permaneceram constantes a rondar os 12% entre abril de 2010 e fevereiro de 2011. Janeiro de 2013 foi o ponto de viragem, desde então a taxa de desemprego tem diminuído, alcançado inclusivamente a partir de julho de 2017 valores inferiores aos da Zona Euro.

Na Figura 15 pode-se observar o comportamento da taxa de desemprego durante os períodos de recessão económica, assinalados a vermelho. Nesses períodos verifica-se um aumento de cerca de 1,8pp e 4,5pp na primeira e na quarta recessão, respetivamente, ou seja, maior crescimento da taxa de desemprego. O facto de estar em recessão económica foi determinante para o sucedido, uma vez que esses períodos coincidem com os períodos de maior aumento da taxa de desemprego.

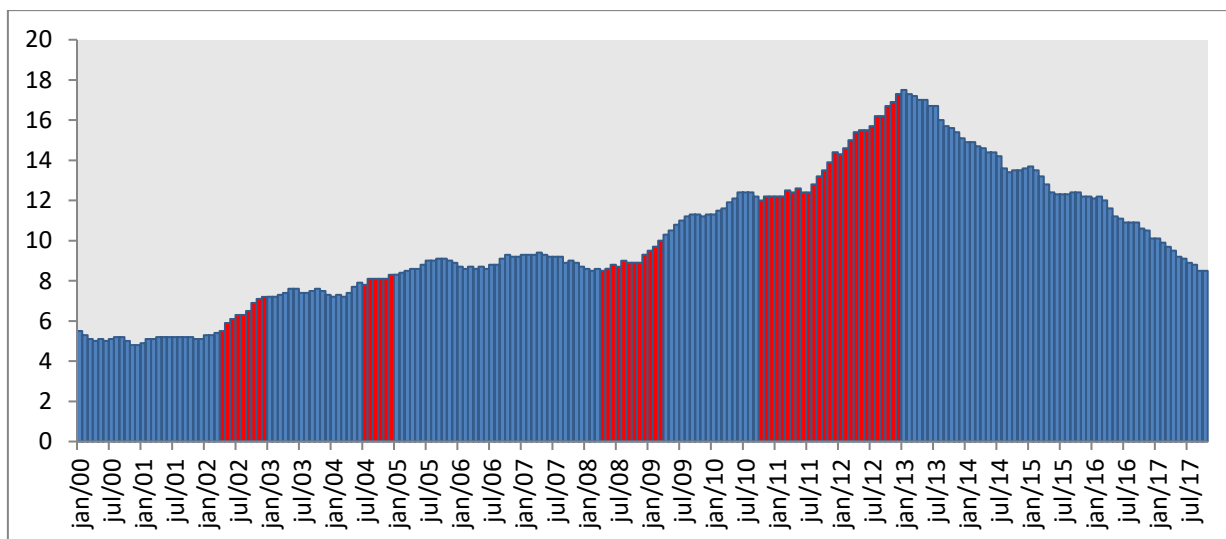


Figura 15 Portugal: Taxa de desemprego e períodos de recessão económica (vermelho), 2000-2017
 Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Os valores mais elevados de desemprego ocorrem durante e após o período de recessão económica entre 2011 e 2013, com a diferença que no período de recessão estão em crescendo, enquanto no período posterior estão em fase descendente.

Efetivamente, o valor máximo de 17,5% ocorreu no trimestre imediatamente a seguir ao fim do período de recessão económica mais severo na economia portuguesa, mas desde então esteve em permanente descida, o que não é anormal uma vez que segundo Leamer (2009) o período de recuperação até se pode iniciar com um aumento ligeiro da taxa de desemprego, porém rapidamente esta problemática é eliminada e a taxa é conduzida para valores correspondentes aos níveis normais.

Na Tabela 2 são mostradas as variações ao nível do PIB e das variáveis de emprego entre o pico (momento antes da primeira recessão económica após o início da crise financeira internacional) e a cava (momento final da última recessão) para observar as perdas económicas e entre a cava (momento final da última recessão) e o último período em estudo com o objetivo de analisar a recuperação.

Tabela 2 Comparação do PIB e das variáveis do desemprego no trimestre anterior da entrada em recessão económica, no último trimestre de recessão económica e no terceiro trimestre de 2017

		Pico	Cava	Variação	Último período em estudo	Variação
Portugal		2008 (Q1)	2012 (Q4)		2017 (Q3)	
PIB	Milhões de euros	45 881,5	41 481,6	- 9,6%	45 008,7	+ 8,5%
Taxa de desemprego	Percentagem (%)	8,5	16,9	+8,4pp	8,8	- 8,1pp
Desempregados	Milhares de pessoas (*1000)	461	888	+92,6%	452	- 49,1%
Empregados		4790	4157	-13,2%	4541	+ 9,2%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Nota: Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos.

Portugal apresenta uma quebra do PIB semelhante à da Espanha, menos 9,6%, e posteriormente apresenta um crescimento menos célere. Tal como o Banco Portugal (2017) indica, apesar do crescimento lento da economia portuguesa nos últimos anos, o ano de 2017 ainda assim foi mais positivo e as projeções para a economia portuguesa entre 2017 e 2020 são que o processo de expansão se deverá manter nos próximos anos, embora a um ritmo progressivamente menor. A economia portuguesa continuará a beneficiar de um enquadramento externo favorável ao longo do horizonte de recuperação, uma vez que o atual ciclo de expansão é extensível a todos os países da Zona Euro, onde se encontram os seus principais parceiros comerciais.

Relativamente ao desemprego, apesar do aumento avultado de desempregados e da diminuição de empregados até ao final do período de recessões, constata-se uma subida menos grave comparativamente com os restantes países intervencionados na crise do euro. Destaca-se no período de recuperação a diminuição acentuada do número de desempregados, inclusivamente superior a Espanha, mas em contrapartida apresenta menor aumento do número de empregados comparativamente à Irlanda e à Espanha. É de salientar, que parte da diminuição do número de desempregados de Portugal está associada à emigração.

De modo a quantificar as diferenças de PIB, o impacto no desemprego durante os períodos de recessão e identificar as recessões económicas que tiveram maior impacto na economia portuguesa, elaboraram-se as Tabelas 3 e 4, que apresentam os respetivos valores no momento antes de cada recessão e no seu final.

Tabela 3 Variação do PIB durante os quatro períodos de recessão económica em Portugal.

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q1 2002	Q4 2002		2ª recessão	Q2 2004	Q4 2004	
PIB	43 271,3	42 543,9	-1,7%	PIB	43 406,9	43 275,5	-0,3%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q1 2008	Q1 2009		4ª recessão	Q3 2010	Q4 2012	
PIB	45 881,5	43 895,3	-4,3%	PIB	45 117,2	41 481,6	-8,1%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 12/04/2017.

Como era expectável, a primeira e a segunda recessão económica como tiveram pouca duração não se refletiram em grandes quebras no PIB, nem em grandes aumentos da taxa de desemprego. Ainda assim, nesses períodos verificam-se aumentos consideráveis no número de desempregados, principalmente na primeira recessão em que ronda os 35%.

Tabela 4 Impacto das recessões económicas na taxa de desemprego (valores em percentagem e variações em pontos percentuais) e no número de desempregados e de empregados (valores em milhares de pessoas e as variações em percentagem) em Portugal.

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q1 2002	Q4 2002		2ª recessão	Q2 2004	Q4 2004	
Taxa de desemprego	5,3%	7,1%	1,8pp	Taxa de desemprego	7,7%	8,1%	0,4pp
Desempregados	280	380	35,7%	Desempregados	411	433	5,4%
Empregados	4836	4766	-1,4%	Empregados	4747	4741	-0,1%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q1 2008	Q1 2009		4ª recessão	Q3 2010	Q4 2012	
Taxa de desemprego	8,5%	9,7%	1,2pp	Taxa de desemprego	12,4%	16,9%	4,5pp
Desempregados	461	525	13,9%	Desempregados	661	888	34,3%
Empregados	4790	4712	-1,6%	Empregados	4558	4157	-8,8%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de desemprego: Percentagem de pessoas desempregadas da população ativa, ajustado sazonalmente. Desempregados: Milhares de pessoas, ajustado sazonalmente. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

A terceira e a quarta recessão são marcadas por uma quebra do PIB mais acentuada, especialmente a quarta, que como já tinha sido referido anteriormente foi a mais severa. Para além do decréscimo do PIB em 8,1%, obteve-se um aumento de 4,5 pp da taxa de desemprego, um aumento de 34,3% do número de desempregados e ainda a agravante de redução do número de empregados em 8,8%. Contudo, também tem de se salientar a terceira recessão económica, uma vez que regista uma quebra de 4,3% do PIB e foi a partir desse momento que os valores da taxa de desemprego começaram a ganhar maiores proporções.

3.3.2 Espanha

A Espanha, antes dos períodos de crise económica, apresentava valores de crescimento do PIB que demonstravam, aparentemente, estar em estabilidade económica, contudo a crise financeira internacional teve um enorme impacto sobre o país. Durante o período em análise verificam-se dois períodos de recessão de económica, que acontecem apenas posteriormente a esse momento, como é visível na

Figura 16. A última recessão, que se inicia no quarto trimestre de 2010, é a que se prolonga durante mais tempo – ver Tabela 5.

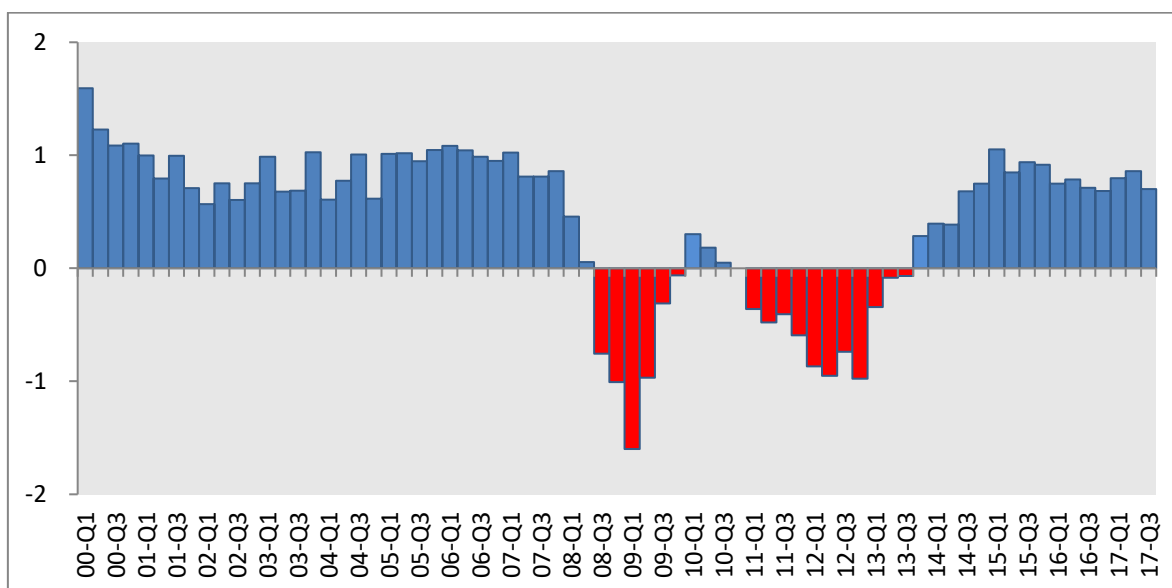


Figura 16 Espanha: Taxa de crescimento do PIB e períodos de recessão económica (vermelho), 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

Tabela 5 Datas e duração dos períodos de recessão económica, 2000-2017

Datas de referência ciclos económicos		Duração em trimestres			
Pico	Cava	Recessão	Expansão	Ciclo	
		Do pico à cava	Da cava anterior até ao pico	Duração entre cavas	Duração entre picos
2008 (Q2)	2009 (Q4)	6			
2010 (Q4)	2013 (Q3)	11	4	15	10

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

No início do ano 2008 as taxas de crescimento do PIB já pronunciavam indícios de descida, tendo mesmo nessa altura o ministro da economia reduzido as previsões de crescimento devido aos problemas que surgiram, nomeadamente no setor imobiliário. No segundo trimestre de 2008, a economia espanhola entra em recessão económica e apresenta forte contração do PIB. Para isso contribuiu a descida da notação financeira da Espanha, por parte da *Standard & Poor's*, retirando-lhe a preciosa classificação de AAA que dificultou o acesso ao capital e prejudicou consequentemente a economia espanhola. Em 2010, o governo espanhol para fazer face à situação difícil do país,

aprova um plano de austeridade para 2011/2013 com uma redução significativa de gastos.

A Espanha evidencia indicadores de alguma recuperação, porém foram pouco duradouros, visto que regressa a um período de recessão económica quatro trimestres depois. Assim, procedeu-se ao agravamento das medidas de austeridade através de cortes nos salários dos funcionários públicos, congelamento das pensões, subida do IVA...

O setor bancário não saiu incólume da situação, bem pelo contrário, foi um dos setores mais severamente prejudicados, existindo mesmo a necessidade de se recorrer a ajuda externa para o resgate da banca. Christine Lagarde, a diretora-geral do FMI, proferiu as seguintes palavras através de um comunicado de imprensa: “Nós saudamos a decisão hoje tomada pelo Eurogrupo de conceder à Espanha uma assistência através do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) destinada à recapitalização do seu setor bancário”. O financiamento decorreu em junho de 2012 e o objetivo como Olli Rehn, comissário dos assuntos económicos, referiu numa declaração era garantir que os bancos de Espanha permanecessem (economicamente) saudáveis, efetivamente regulados e rigorosamente supervisionados, capazes de alimentar o crescimento económico sustentável. A Espanha foi o último país dos quatro em estudo a recorrer a ajuda financeira, enquanto relativamente à Zona Euro foi o penúltimo, uma vez que o último foi o Chipre em 2013.

Esta recessão económica alongou-se durante muito tempo (11 trimestres, como se pode ver na Tabela 5) e a Espanha enfrentou uma situação muito delicada. Contudo desde o quarto trimestre de 2013 a taxa de crescimento económico tem subido gradualmente, demonstrando uma boa recuperação. Finalizou o programa de resgate em 2014 e a recuperação foi evidente e mereceu comentários de Andrea Schaechter, chefe da missão do FMI na Espanha, que congratulou o “sucesso da recuperação” da economia espanhola.

Quando se compara os períodos de recessão económica entre a Espanha (vermelho) e a Zona Euro (cinzento), verifica-se que ambas apresentam dois períodos de recessão e que na generalidade do tempo coincidem, uma vez que os sombreados estão sobrepostos – ver Figura 17. A grande diferença reside no facto das recessões espanholas prevalecerem durante mais tempo, principalmente a segunda, em que para além de se iniciar mais cedo termina mais tarde.

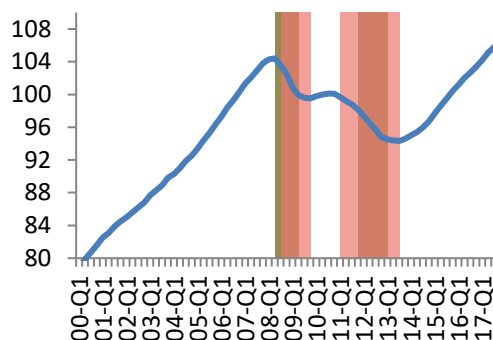


Figura 17 Períodos de recessão económica da Espanha (sombreado a vermelho) e da Zona Euro (sombreado a cinzento) com o comportamento do PIB de Espanha a preços constantes, índice 2010=100, 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 12/04/2017.

Relativamente ao desemprego, a Espanha tem um histórico de taxas de desemprego relativamente elevadas, como se pode ver na Figura 18 no período anterior a 1999. Contudo, é durante a primeira década de 2000 até ao momento em que sentiu as repercussões da crise financeira internacional em que apresenta melhor desempenho.

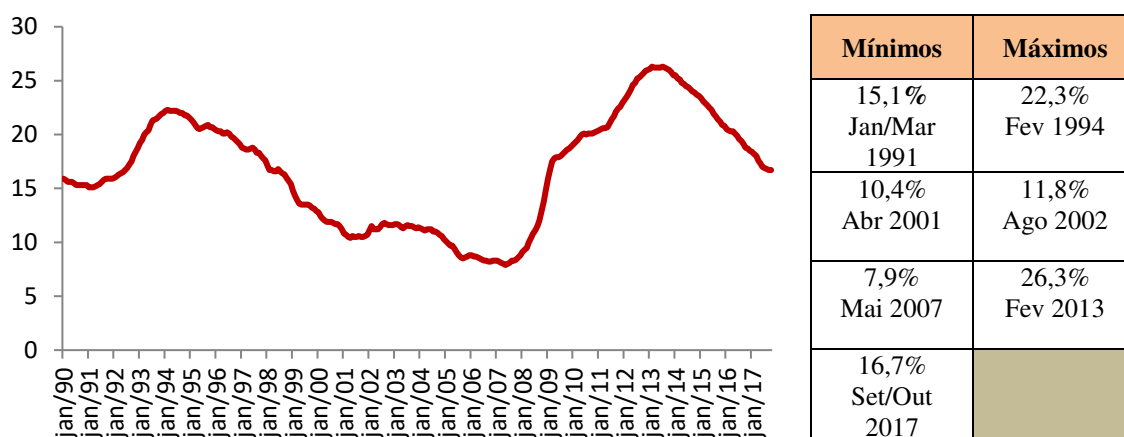


Figura 18 Espanha: Taxa de desemprego, 1990-2017. Na tabela encontram-se os pontos máximos e mínimos mais relevantes

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Desde 1994, a taxa de desemprego em Espanha, salvo pequenas exceções, esteve praticamente em permanente descida até maio de 2007, o momento em que atingiu o valor mínimo de 7,9%. A partir desse momento, viveu-se um panorama completamente diferente, no qual a taxa de desemprego teve um crescimento exponencial, primeiramente, durante o período da recessão económica que se iniciou no segundo trimestre de 2008, e depois, após um período em que se manteve praticamente constante

com valores perto dos 20%, subiu novamente durante o último período de recessão chegando a atingir o valor de 26,3%, o valor mais elevado desde 1990.

Os períodos de maior taxa de desemprego coincidem com os períodos de recessão económica, como se pode ver na Figura 19, em que na primeira recessão económica a taxa de desemprego aumenta 8,3pp e na segunda 6pp.

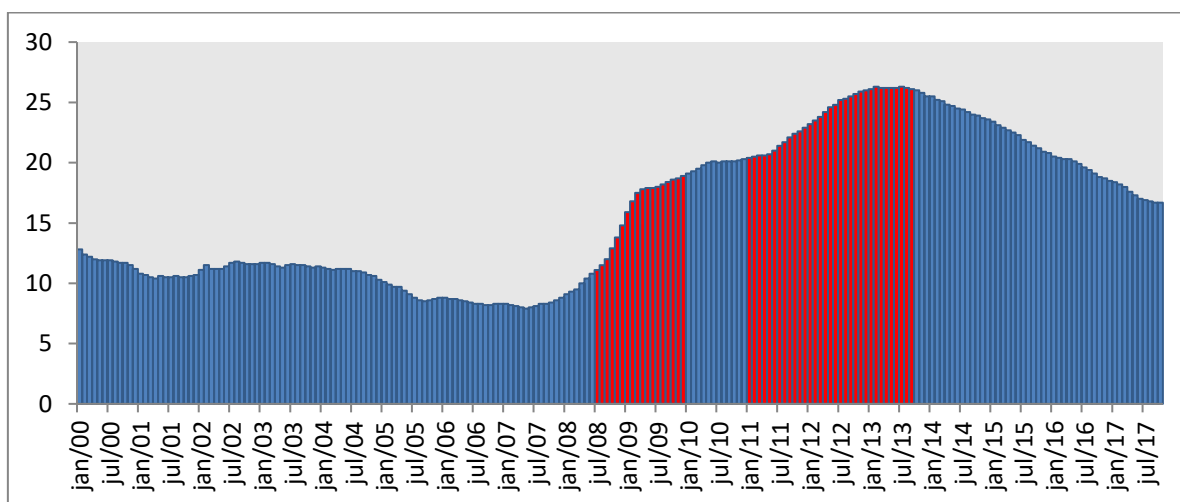


Figura 19 Espanha: Taxa de desemprego e períodos de recessão económica (vermelho), 1990-2017
Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Apesar da taxa de desemprego começar a aumentar antes do período de recessão económica, especialmente no primeiro caso, é durante as recessões que se verificam maior crescimento. No intervalo entre as duas recessões económicas não existe uma diminuição da taxa de desemprego, apenas um abrandamento do seu aumento. É durante a última recessão económica que se registam as taxas de desemprego mais elevadas, em que o ponto mais alto de 26,3% ocorre durante o primeiro trimestre de 2013.

A Espanha está entre as nações que mais sofreram com os efeitos das recentes crises, principalmente por causa das baixas no desemprego que condicionou a produtividade do país, uma vez que o desemprego continuamente alto comprime a procura doméstica e o investimento.

As quebras e a recuperação estão expressas na Tabela 6 através das variações do PIB e do desemprego para o momento antes da recessão, final da recessão e no último período em estudo.

Tabela 6 Comparação do PIB e das variáveis do desemprego no trimestre anterior da entrada em recessão económica, no último trimestre de recessão económica e no terceiro trimestre de 2017

		Pico	Cava	Variação	Último período em estudo	Variação
Espanha		2008 (Q2)	2013 (Q3)		2017 (Q3)	
PIB	Milhões de euros	282 019,0	254 950,0	- 9,6%	285 992,0	+ 12,2%
Taxa de desemprego	Percentagem (%)	10,4	26,2	+15,8pp	16,8	- 9,4pp
Desempregados	Milhares de pessoas (*1000)	2400	6071	+153,0%	3818	- 37,1%
Empregados		20467	16988	-17,0%	18728	+ 10,2%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Nota: Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos.

Como foi referido anteriormente, a Espanha apresenta uma quebra do PIB idêntica a Portugal e distingue-se essencialmente no período de recuperação, visto que obtém um maior crescimento do PIB, cerca de 4 pp superior a Portugal.

Durante o período de recessões económicas, a Espanha aumenta a taxa de desemprego em 15,8pp. A par da Grécia são os países em que se constataram as maiores subidas. Após a saída definitiva do contexto de recessão, é o país que apresenta maior redução da taxa de desemprego (9,4pp). Para além disso, a seguir à Irlanda é o país que consegue restituir mais postos de trabalho, como se comprova com o aumento do número de empregados.

Comparando Espanha com Portugal, ambos estão a sair da crise com trajetórias de recuperação semelhantes, mas a retoma espanhola está a ser mais forte. Embora têm seguido o mesmo padrão, empurradas por uma conjuntura externa mais positiva e inclusive um BCE muito expansionista, a diferença é que a recuperação espanhola é mais evidente.

Nas Tabelas 7 e 8 quantificam-se as perdas ao nível do PIB e desemprego referentes aos períodos de cada recessão económica da Espanha.

Tabela 7 Variação do PIB durante os dois períodos de recessão económica em Espanha.

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q2 2008	Q4 2009		2ª recessão	Q4 2010	Q3 2013	
PIB	282 019,0	268 989,0	-4,6%	PIB	270 419,0	254 950,0	-5,7%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 12/04/2017.

Ambos os períodos são marcados por uma grande quebra do PIB e aumento de desemprego. Na primeira recessão económica, embora se verifique uma menor quebra do PIB comparativamente com a segunda, 4,6%, em relação às variáveis de desemprego e de emprego a situação é mais grave. Destaca-se o aumento da taxa de desemprego de 8,3 pp, o aumento do número de desempregados de 81 % e o decréscimo do número de empregados de 8,5%. Na segunda recessão económica, apesar de continuar os resultados negativos ao nível do desemprego, o que sobressai é a quebra de 5,7% do PIB.

Tabela 8 Impacto das recessões económicas na taxa de desemprego (valores em percentagem e variações em pontos percentuais) e no número de desempregados e de empregados (valores em milhares de pessoas e as variações em percentagem) em Espanha

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q2 2008	Q4 2009		2ª recessão	Q4 2010	Q3 2013	
Taxa de desemprego	10,4%	18,7%	8,3pp	Taxa de desemprego	20,2%	26,2%	6,0pp
Desempregados	2400	4344	81,0%	Desempregados	4721	6071	28,6%
Empregados	20467	18726	-8,5%	Empregados	18515	16988	-8,2%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de desemprego: Percentagem de pessoas desempregadas da população ativa, ajustado sazonalmente. Desempregados: Milhares de pessoas, ajustado sazonalmente. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

Apesar de ser o país, dos quatro em estudo, que apresenta menos recessões económicas, em contrapartida as perdas constatadas são de grande dimensão, especialmente ao nível do desemprego.

3.3.3 Irlanda

A Irlanda dos quatro países em estudo é o caso mais diferente. Apresentava boas taxas de crescimento económico, sendo inclusive superiores às da Zona Euro, como se viu na secção 2, mas foi fortemente abalada pela crise financeira internacional. Como se observa na Figura 20, entre 2000 e 2017, apresenta quatro períodos de recessão económica, apesar de três deles terem sido bastante efémeros.

As três primeiras recessões económicas são praticamente consecutivas, o que induz a referir que estão relacionadas e acontecem por consequência da anterior. Durante o período em estudo, a recessão económica mais grave foi a que se iniciou no quarto trimestre de 2007, na qual se obteve grandes contrações do PIB e se mantiveram por vários trimestres. Apesar de terem existido quatro recessões económicas é o país, dos quatro em estudo, cujas recessões prevaleceram por menos tempo, em que a duração máxima foi de 5 trimestres e as restantes somente 2 trimestres - ver Tabela 9.

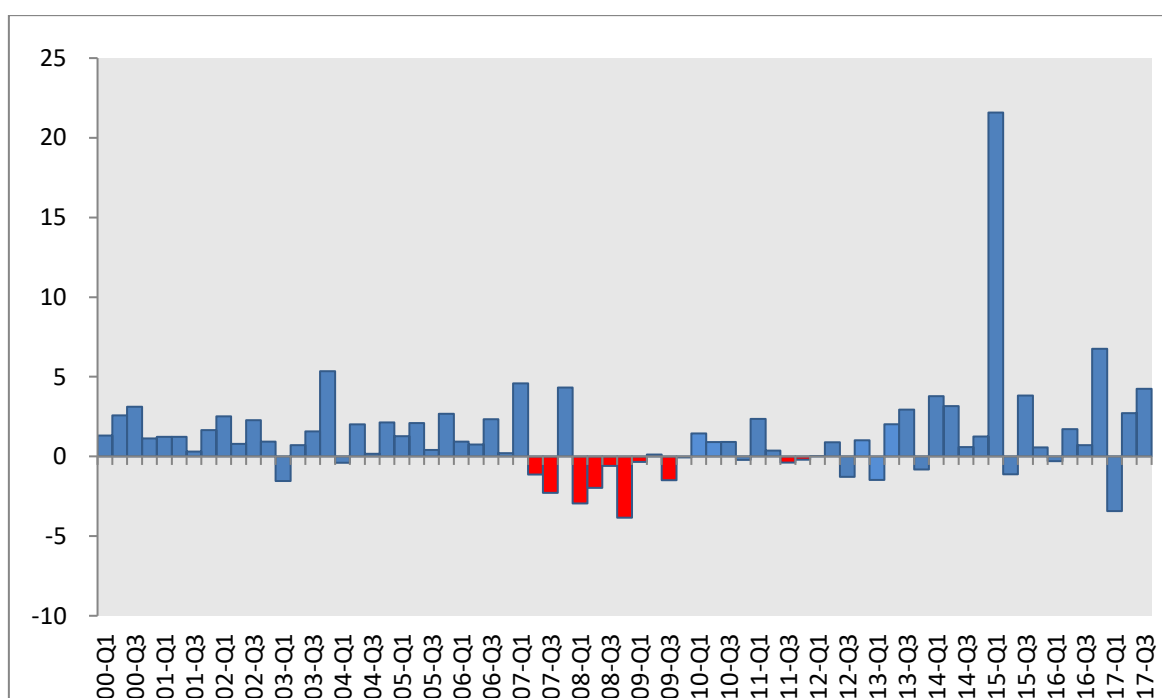


Figura 20 Irlanda: Taxa de crescimento do PIB e períodos de recessão económica (vermelho), 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

Tabela 9 Datas e duração dos períodos de recessão económica, 2000-2017

Datas de referência ciclos económicos		Duração em trimestres			
Pico	Cava	Recessão	Expansão	Ciclo	
		Do pico à cava	Da cava anterior até ao pico	Duração entre cavas	Duração entre picos
2007 (Q1)	2007 (Q3)	2			
2007 (Q4)	2009 (Q1)	5	1	6	3
2009 (Q2)	2009 (Q4)	2	1	3	6
2011 (Q2)	2011 (Q4)	2	6	8	8

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

Apelidada de "tigre celta" devido ao seu elevado ritmo de crescimento económico desde metade dos anos 90 até metade da primeira década dos anos 2000, como refere Dorgan (2006), a Irlanda passou de um estado formidável ao desastre económico-financeiro num curto espaço de tempo.

Tal como o colapso do *subprime* americano, a bolha do mercado imobiliário irlandesa rebentou quando os trabalhadores irlandeses não conseguiram responder face às circunstâncias e pagar o rápido aumento dos preços das propriedades.

A economia irlandesa entrou em queda à medida que os problemas de dívida explodiam e o desemprego disparava. Uma economia em que determinados bancos como o *Northern Rock*, que apesar de não ter comprado títulos *subprime*, subsistia através de uma estratégia arriscada, que consistia em tomar dinheiro emprestado a curto prazo às instituições financeiras, para emprestá-lo a longo prazo aos compradores de imóveis, era vulnerável à crise de crédito mundial e consequentemente necessitou de intervenção governamental. O sector de construção irlandês simplesmente ruiu face ao colapso do crédito e dos clientes.

A Irlanda foi o primeiro, dos quatro países em estudo, a entrar em recessão económica após ter despoletado a crise financeira internacional, mais especificamente no primeiro trimestre de 2007. Embora tenha sido por pouco tempo, visto que durou apenas dois trimestres, apresentou uma contração de PIB considerável e foi uma amostra do que se iria suceder. Apenas existiu um trimestre a separar as duas recessões económicas, sendo esta que se iniciou no quarto trimestre de 2007 a mais grave registada durante o período em análise com uma duração de 5 trimestres.

Mais uma vez, após um trimestre, entrou novamente em recessão económica, mas apenas durou dois trimestres e com proporções inferiores. Desde esse momento, apenas registou um período de recessão económica muito fugaz e com pouco impacto, que é absorvido pelos valores de crescimento económico positivos e em determinados momentos elevados.

A Irlanda foi o segundo país, depois da Grécia, a ter necessidade de pedir ajuda financeira junto do FMI e da União Europeia (UE) por ter necessidade de capital e não conseguir ter capacidade para o adquirir e convencer o exterior a vender-lhe crédito a preços razoáveis. Em novembro de 2010 foi financiada em 85 bilhões de euros, ver em Pisani-Ferry *et al.* (2013), e foram impostas medidas políticas de austeridade para pagar as dívidas. Mais tarde em 2013, a Irlanda tornou-se o primeiro país a sair do programa de resgate da *troika*.

A fase de recuperação da Irlanda iniciou-se antes dos restantes, no primeiro trimestre de 2012, e comparando com Portugal, Espanha e Grécia foi o país que apresentou destacadamente mais crescimento económico nesta fase de expansão. Embora desde o quarto trimestre de 2011 até 2017 se verifique alguma irregularidade, constatando-se momentaneamente alguns trimestres de contração de PIB, eles são compensados logo de seguida com valores elevados de crescimento de PIB que os desvalorizam.

Em comparação com a Zona Euro (cinzento), como se pode observar na Figura 21, a Irlanda (verde) é o país dos quatro em estudo cujos períodos de recessão diferem mais dos da Zona Euro. Para além de apresentar mais dois períodos de recessão económica, o fator mais diferenciador é que a Irlanda sai definitivamente do contexto de recessão antes da Zona Euro, aliás o último trimestre de recessão coincide precisamente com o primeiro trimestre da segunda recessão da Zona Euro.

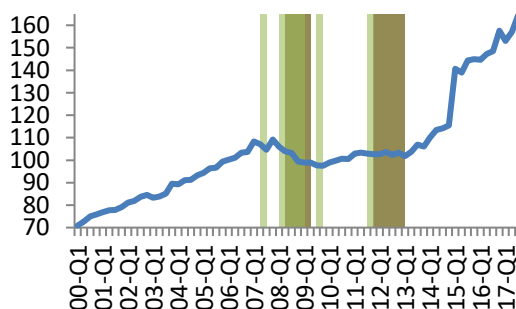


Figura 21 Períodos de recessão económica da Irlanda (sombreado a verde) e da Zona Euro (sombreado a cinzento) com o comportamento do PIB da Irlanda a preços constantes, índice 2010=100, 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 12/04/2017.

Quanto à taxa de desemprego, acompanhou em certa medida o desempenho do crescimento de PIB, no qual apresentava uma taxa de desemprego baixa até 2008, e a partir daí cresceu exponencialmente, como se pode verificar na Figura 22.

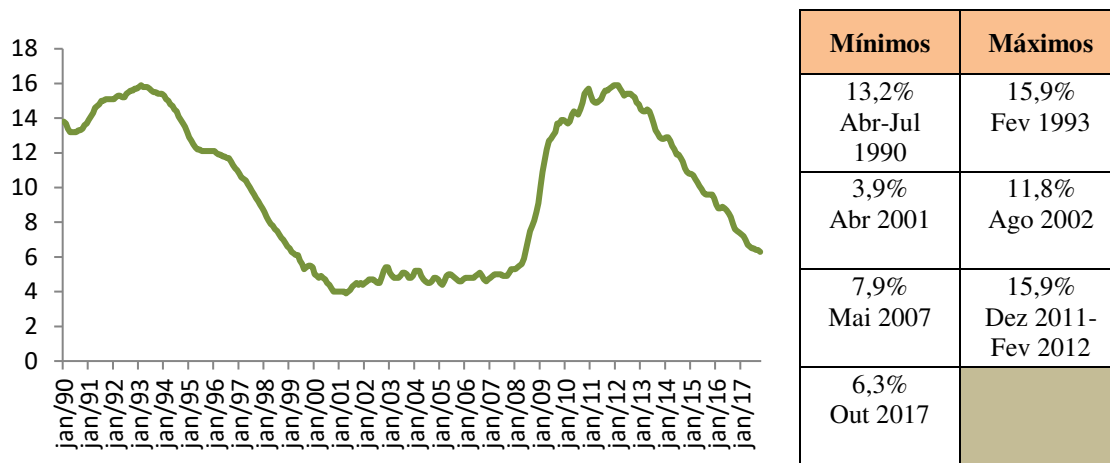


Figura 22 Irlanda: Taxa de desemprego, 1990-2017. Na tabela encontram-se os pontos máximos e mínimos mais relevantes

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

A Irlanda, como já foi referido, obteve uma excelente recuperação económica a partir de meados de 1993, onde o seu crescimento económico e a redução da taxa de desemprego foram pronunciados.

Desde 2001 até 2008 sensivelmente, os valores da taxa de desemprego rondavam os 4% e os 5%, sendo muito satisfatórios e abaixo da média da Zona Euro. Posteriormente, apresenta um crescimento acentuado da taxa de desemprego, em que atinge o valor máximo de 15,9% em 2012, valor só na ordem de grandeza do obtido em 1993. Porém, a partir desse momento esteve em permanente decréscimo, atingindo em 2017 um valor perto dos 6%, o valor mais baixo dos países em estudo e também inferior ao da média da Zona Euro.

Como se pode verificar na Figura 23, os períodos de maior crescimento da taxa de desemprego correspondem aos períodos de recessão económica. À medida que a economia se retrai, cresce o desemprego. Na segunda recessão económica foi onde se constatou o maior aumento da taxa de desemprego, cerca de 5,7pp.

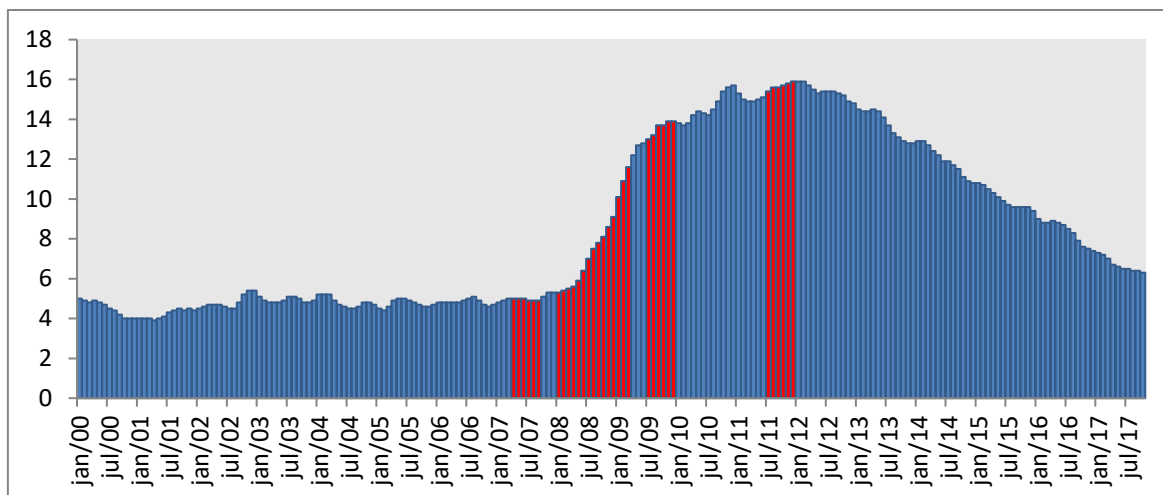


Figura 23 Irlanda: Taxa de desemprego e períodos de recessão económica (vermelho), 1990-2017
Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Após a segunda e a terceira recessão económica não se observou uma diminuição, mas sim um aumento da taxa de desemprego, o que demonstra que nesses períodos os problemas económicos ainda não estavam solucionados, como se veio a verificar com a existência de outros períodos de recessão em curtos espaços de tempo. Apenas posteriormente à última recessão económica é que a taxa de desemprego diminuiu acentuadamente.

É evidente o rápido e abrupto aumento da taxa de desemprego durante os períodos de recessão económica, sendo também de salientar o decréscimo significativo e permanente evidenciado desde o último período de recessão económica, atingindo desde 2015 taxas inferiores aos 10% e alcançando em outubro de 2017 os 6,3%.

Para se verificar as variações do PIB e do desemprego no período de recessão e recuperação elaborou-se a Tabela 10, em que os dados são retirados para o momento antes da recessão, final da recessão e no último período em estudo.

Tabela 10 Comparação do PIB e das variáveis do desemprego no trimestre anterior da entrada em recessão económica, no último trimestre de recessão económica e no terceiro trimestre de 2017

		Pico	Cava	Variação	Último período em estudo	Variação
Irlanda		2007 (Q1)	2011 (Q4)		2017 (Q3)	
PIB	Milhões de euros	45 372,1	43 008,5	-5,2%	68 965,4	+ 60,4%
Taxa de desemprego	Percentagem (%)	4,9	15,9	+11,0pp	6,7	- 9,2pp
Desempregados	Milhares de pessoas (*1000)	113	354	+213,3%	157	- 55,6%
Empregados		2156	1839	-14,7%	2127	+ 15,7%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Nota: Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos.

A Irlanda, para além de ser o país que apresenta menor quebra do PIB durante o período de recessões económicas, sobressai pelo crescimento de 60,4% do PIB no período de recuperação.

Apesar de ter sido o país em que se observou maior aumento do número de desempregados, 213,3%, na fase de recuperação também se destaca nesse aspeto, sendo o país com o maior aumento do número de empregados, 15,7%, e apenas fica atrás da Espanha em termos de redução da taxa de desemprego, mas com a grande vantagem que apresenta uma taxa de desemprego de 6,7% no terceiro trimestre de 2017, ao contrário da Espanha que é muito mais elevada.

De modo a analisar as perdas de PIB e de desemprego durante os períodos de recessão económica na Irlanda, realizaram-se as Tabelas 11 e 12. A segunda recessão económica é de uma dimensão completamente díspar das restantes, muito maior.

Tabela 11 Variação do PIB durante os quatro períodos de recessão económica na Irlanda.

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q1 2007	Q3 2007		2ª recessão	Q4 2007	Q1 2009	
PIB	45 372,4	43 832,6	-3,4%	PIB	45 730,5	41 443,9	-9,4%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q2 2009	Q4 2009		4ª recessão	Q2 2011	Q4 2011	
PIB	41 493,5	40 848,6	-1,6%	PIB	43 263,7	43 008,5	-0,6%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 12/04/2017.

Na primeira recessão económica, embora se verifique uma quebra significativa do PIB de 3,4%, não se refletiu no desemprego, uma vez que a taxa de desemprego não aumentou e para além disso verificou-se uma subida, embora ligeira, do número de empregados. A recessão económica que teve maior impacto foi a segunda, com uma diminuição do PIB de 9,4% e um aumento de 5,7pp da taxa de desemprego, em que o número de empregados reduziu e o número de desempregados disparou.

Tabela 12 Impacto das recessões económicas na taxa de desemprego (valores em percentagem e variações em pontos percentuais) e no número de desempregados e de empregados (valores em milhares de pessoas e as variações em percentagem) na Irlanda

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q1 2007	Q3 2007		2ª recessão	Q4 2007	Q1 2009	
Taxa de desemprego	4,9%	4,9%	0,0pp	Taxa de desemprego	5,2%	10,9%	5,7pp
Desempregados	113	114	0,9%	Desempregados	122	252	106,6%
Empregados	2156	2189	1,5%	Empregados	2192	2021	-7,8%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q2 2009	Q4 2009		4ª recessão	Q2 2011	Q4 2011	
Taxa de desemprego	12,6%	13,8%	1,2pp	Taxa de desemprego	15%	15,9%	0,9pp
Desempregados	291	315	8,2%	Desempregados	335	354	5,7%
Empregados	1983	1928	-2,8%	Empregados	1845	1839	-0,3%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de desemprego: Percentagem de pessoas desempregadas da população ativa, ajustado sazonalmente. Desempregados: Milhares de pessoas, ajustado sazonalmente. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

A grande quebra da economia Irlandesa ocorreu durante a segunda recessão económica, enquanto no terceiro e no quarto período de recessão apenas se mantiveram ou pioraram ligeiramente os maus resultados obtidos anteriormente.

3.3.4 Grécia

A Grécia é o caso que gerou e gera mais preocupação nos países membros da Zona Euro. Até 2007, à exceção da recessão económica de 2004 que foi pouco significativa, apresenta um crescimento económico razoável, mas posteriormente obteve quatro períodos de recessão económica, sendo dois deles de elevada gravidade – ver Figura 24. Após o deflagrar da crise financeira internacional é o segundo país a entrar em recessão económica, a seguir à Irlanda, no segundo trimestre de 2007.

A quarta recessão económica foi sem dúvida a mais grave devido à combinação de magnitude de contração do PIB e duração – ver na Tabela 13 –, mas sem desprimor para a terceira, em que também se constatou uma acentuada diminuição do PIB. Foram praticamente consecutivas, apenas existindo três trimestres a separá-las.

Tendo em conta o período em análise, é o país que apresenta maior número de períodos de recessão, cinco e foi o último, dos quatro em análise, a sair do contexto de recessão económica.

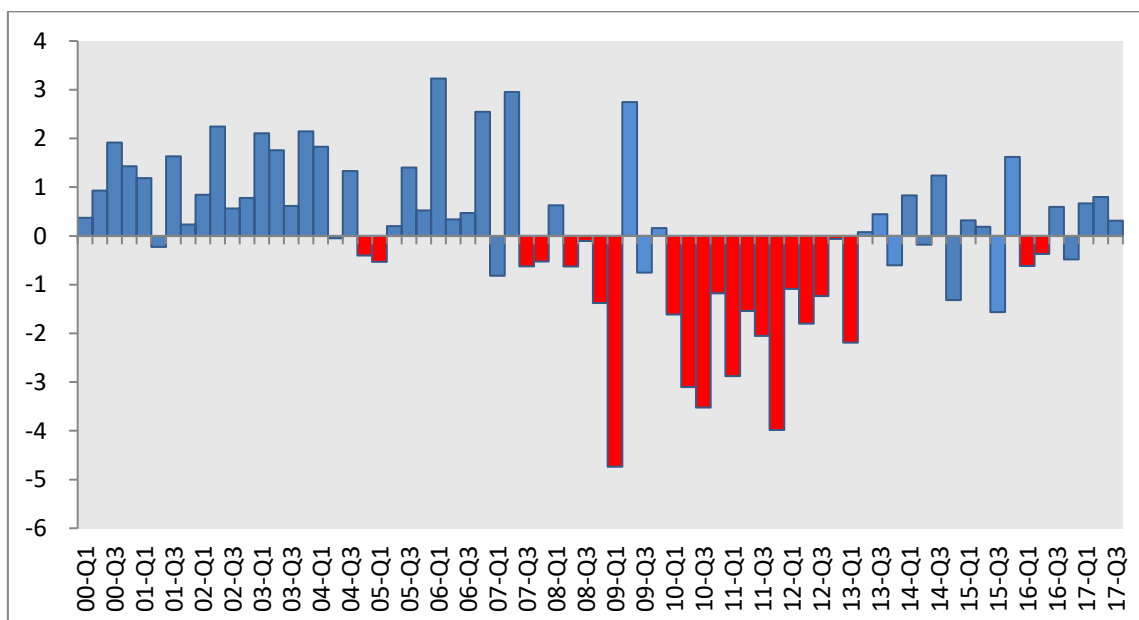


Figura 24 Grécia: Taxa de crescimento do PIB e períodos de recessão económica (vermelho), 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

Tabela 13 Datas e duração dos períodos de recessão económica, 2000-2017

Datas de referência ciclos económicos		Duração em trimestres			
Pico	Cava	Recessão	Expansão	Ciclo	
		Do pico à cava	Da cava anterior até ao pico	Duração entre cavas	Duração entre picos
2004 (Q3)	2005 (Q1)	2			
2007 (Q2)	2007 (Q4)	2	9	11	11
2008 (Q1)	2009 (Q1)	4	1	5	3
2009 (Q4)	2013 (Q1)	13	3	16	7
2015 (Q4)	2016 (Q2)	2	11	13	24

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados de crescimento do PIB relativo ao trimestre anterior da OCDE, ajustados sazonalmente. Dados extraídos a 03/03/2018.

A crise económica da Grécia também foi influenciada pelos efeitos da crise financeira internacional. Todas as crises têm algo que faz despoletar tudo o resto, e na crise Europeia de 2012, Baldwin *et al.* (2015) consideram que foi o elevado défice orçamental e o *vortex* de dívida pública da Grécia que tiveram esse efeito.

A Grécia entrou em recessão económica no segundo trimestre de 2007 e apenas prevaleceu assim durante dois trimestres. As recessões económicas cresceram gradualmente em termos de impacto. Depois de um trimestre de crescimento económico positivo regressa novamente a situação de recessão económica e permaneceu assim durante 4 trimestres. Posteriormente, após três trimestres de interregno, cai mais uma vez em recessão económica, mas desta vez com uma duração muito superior, cerca de 13 trimestres – ver Tabela 13 –, sendo o período mais negro da economia grega.

Na Grécia, põem-se em causa as políticas económicas estabelecidas, o orçamento, as taxas registadas, uma vez que apresentaram um desempenho fraco, ver Taylor (2015).

Também se acusa o facto das taxas de juro que vigoravam no período que antecedeu a crise serem demasiado baixas, o que promoveu o excesso de empréstimos e bolhas no mercado imobiliário. Posteriormente, o mercado imobiliário colapsou prejudicando severamente a riqueza líquida das famílias e centenas de milhares de proprietários enfrentaram a ameaça de perder os seus bens/propriedades pela incapacidade de cumprimentos dos empréstimos contraídos, como refere Petrakos (2014).

Em maio de 2010, a Grécia tornou-se o primeiro país da Zona Euro a receber assistência financeira da UE e do FMI, cerca de 110 bilhões de euros, e em contrapartida tinha de implementar o programa económico desenhado pela *troika*, ver em Pisani-Ferry (2013). Estes órgãos anunciaram que o empréstimo seria depositado à medida que a Grécia cumprisse as exigências impostas, com a implantação de novas medidas de austeridade. A Grécia foi o primeiro país da Zona Euro a recorrer a ajuda externa.

Neste contexto, a Grécia adotou um plano de austeridade que consistia na redução de gastos públicos e aumento da poupança, o que implicou reduções nas pensões, nos salários, no aumento de impostos...

Como a Grécia consumou e prosseguiu a política exigida pela *troika*, em fevereiro de 2012, como ainda tinha necessidade de financiamento, foi concedido um novo empréstimo de 130 bilhões de euros, mas com a exigência de novos planos de austeridade e redução do défice.

No segundo trimestre de 2013 a Grécia consegue abandonar o estado de recessão económica, e tem obtido um misto de contração e crescimento económico ao longo do tempo. É o país, dos quatro em estudo, que apresenta maiores dificuldades e a demonstração disso é que foi o único desde 2013 que teve um período de recessão económica, em 2016 de dois trimestres.

Comparando a Grécia (lilás) com a Zona Euro (cinzento), os períodos de recessão económica praticamente coincidem sempre (sombreados sobrepostos), como se pode ver na Figura 25, o que se justifica por ter sido um dos países mais afetados da Zona Euro e a origem pela qual se alastrou. Apresenta três períodos de recessão a mais, em que um acontece inclusivamente após a última recessão da Zona Euro. Para além disso, também divergem na duração, porque a recessão que acontece aquando a segunda recessão da Zona Euro inicia-se muito antes.

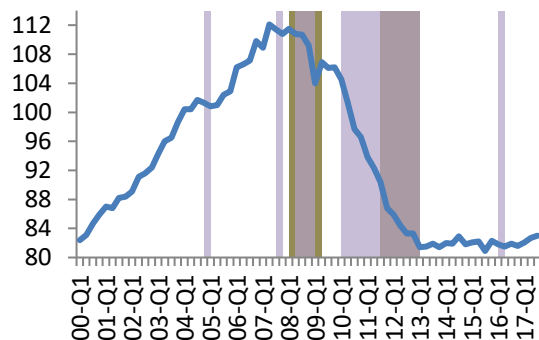


Figura 25 Períodos de recessão econômica da Grécia (sombreado a lilás) e da Zona Euro (sombreado a cinzento) com o comportamento do PIB da Grécia a preços constantes, índice 2010=100, 2000-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 12/04/2017.

A taxa de desemprego também demonstra as dificuldades da economia grega desde 2008, como se pode ver na Figura 26. Apresenta um crescimento muito acentuado até 2013, atingindo o valor máximo de 27,9%.

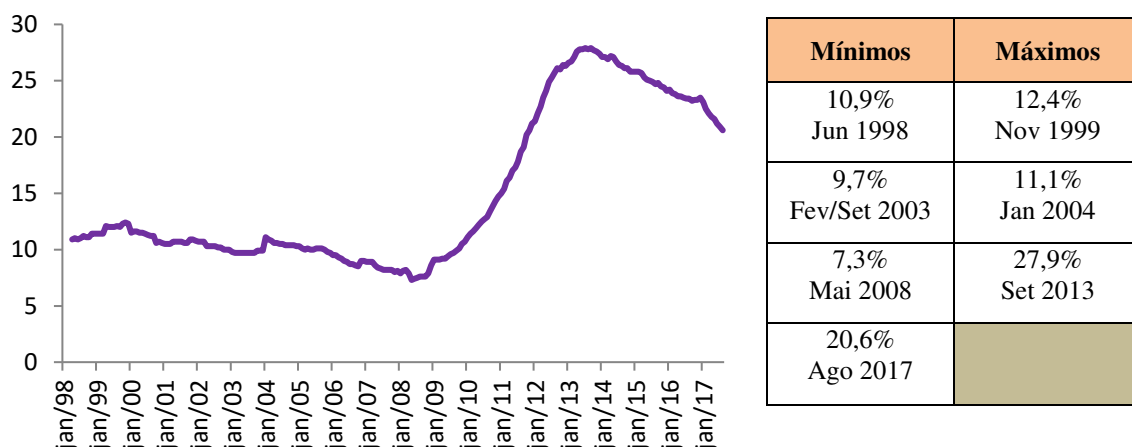


Figura 26 Grécia: Taxa de desemprego, 1990-2017. Na tabela encontram-se os pontos máximos e mínimos mais relevantes

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Até sensivelmente 2008, a taxa de desemprego na Grécia apresentava valores na ordem dos 10%. Desde 2008 até 2013, apresentou um crescimento exponencial de cerca de 20pp da taxa de desemprego. Depois, verificou-se um decréscimo, mas moderado, obtendo em 2017 valores ainda acima dos 20%.

O caso da Grécia não foge à regra e os períodos de recessão econômica também coincidem com os de maior crescimento da taxa de desemprego, como se pode ver na Figura 27. É na quarta recessão que a subida da taxa de desemprego é mais pronunciada, aumenta cerca de 16,4pp.

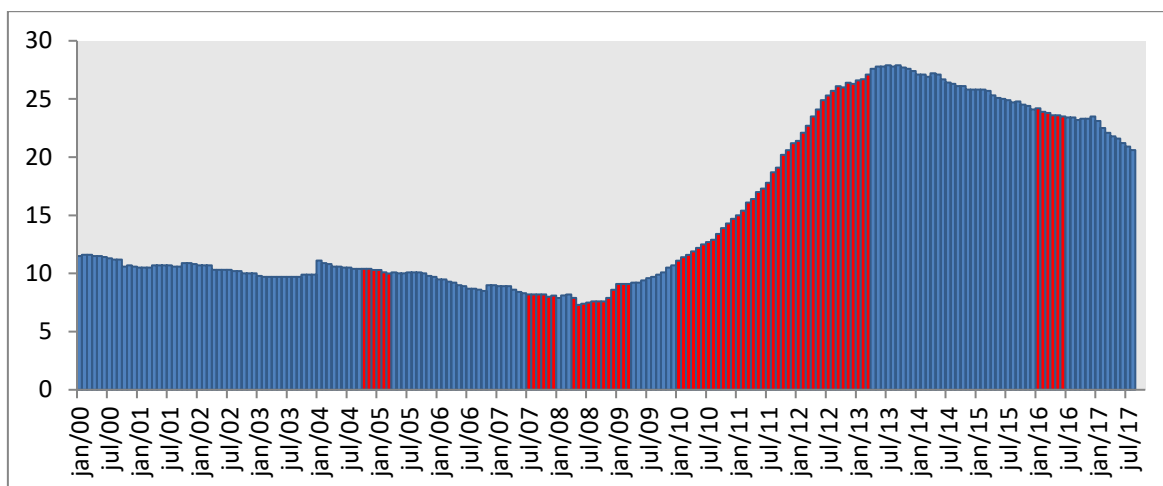


Figura 27 Grécia: Taxa de desemprego e períodos de recessão econômica (vermelho), 1990-2017

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 19/12/2017.

Embora nos períodos de recessão econômica mais curtos não seja tão evidente, esta relação evidencia-se nas recessões econômicas mais severas. É durante a quarta recessão econômica que se atingem taxas superiores a 25%.

Com o objetivo de analisar as variações do PIB e do desemprego no período de recessão e recuperação realizou-se a Tabela 14, na qual estão representados os dados para o momento antes da recessão, final da recessão e no último período em estudo.

Tabela 14 Comparação do PIB e das variáveis do desemprego no trimestre anterior da entrada em recessão econômica, no último trimestre de recessão econômica e no terceiro trimestre de 2017

		Pico	Cava	Variação	Último período em estudo	Variação
Grécia		2007 (Q2)	2016 (Q2)		2017 (Q3)	
PIB	Milhões de euros	63 351,4	46 026,4	- 27,3%	46 908,1	+ 1,9%
Taxa de desemprego	Porcentagem (%)	8,4	23,6	+15,2pp	20,9	- 2,7pp
Desempregados	Milhares de pessoas	417	1133	+171,7%	998	- 11,9%
Empregados	(*1000)	4464	3607	-19,2%	3706	+ 2,7%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Nota: Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos.

A Grécia é o país que apresenta maior quebra do PIB, com uma descida de 27,3%, e é o que apresenta menor recuperação.

Durante o período de recessões económicas, a par da Espanha são os países em que se verifica o maior aumento da taxa de desemprego, a rondar os 15pp. Porém, não apresenta uma recuperação semelhante à Espanha.

É de salientar, que apesar dos valores da Grécia durante o período de recessões serem maus, são atenuados pelo facto de ser contabilizada a última recessão económica, que acontece numa fase de algum crescimento económico (embora instável) e de diminuição de desemprego. Por isso, também a fase de recuperação apresenta valores piores do que efetivamente já recuperou, embora continue a ser o país com o pior desemprego.

A Grécia, como se verifica continua ainda num cenário económico negativo, com uma elevada taxa de desemprego, sem um crescimento sólido do PIB e sem a previsão de uma recuperação consolidada.

As perdas económicas da Grécia durante os períodos de recessão são demonstradas nas Tabelas 15 e 16. A terceira e a quarta recessão demarcam-se das demais, especialmente a quarta.

Tabela 15 Variação do PIB durante os cinco períodos de recessão económica na Grécia.

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q3 2004	Q1 2005		2ª recessão	Q2 2007	Q4 2007	
PIB	57 458,7	56 920,8	-0,9%	PIB	63 351,4	62 625,0	-1,2%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q1 2008	Q1 2009		4ª recessão	Q4 2009	Q1 2013	
PIB	63 016,8	58 768,5	-6,7%	PIB	60 025,0	46 006,4	-23,4%

	Pico	Cava	Var
5ª recessão	Q4 2015	Q2 2016	
PIB	46 478,4	46 026,4	-1,0%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 12/04/2017.

A Grécia é o país que apresenta maior número de recessões económicas no período em estudo. A que tem maior impacto na economia grega é a quarta recessão, uma vez que apresenta uma quebra de 23,4% do PIB, um aumento de 16,4 pp da taxa de desemprego, devido essencialmente à diminuição de 21,3% do número de empregados e do aumento de 146,5% de desempregados.

Tabela 16 Impacto das recessões económicas na taxa de desemprego (valores em percentagem e variações em pontos percentuais) e no número de desempregados e de empregados (valores em milhares de pessoas e as variações em percentagem) na Grécia

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
1ª recessão	Q3 2004	Q1 2005		2ª recessão	Q2 2007	Q4 2007	
Taxa de desemprego	10,4%	10,1%	-0,3pp	Taxa de desemprego	8,4%	8,1%	-0,3pp
Desempregados	511	498	-2,5%	Desempregados	417	403	-3,4%
Empregados	4312	4340	0,6%	Empregados	4464	4501	0,8%

	Pico	Cava	Var		Pico	Cava	Var
3ª recessão	Q1 2008	Q1 2009		4ª recessão	Q4 2009	Q1 2013	
Taxa de desemprego	8,0%	9,1%	1,1pp	Taxa de desemprego	10,4%	26,8%	16,4pp
Desempregados	401	457	14,0%	Desempregados	525	1294	146,5%
Empregados	4511	4493	-0,4%	Empregados	4431	3485	-21,3%

	Pico	Cava	Var
5ª recessão	Q4 2015	Q2 2016	
Taxa de desemprego	24,3%	23,6%	-0,7pp
Desempregados	1170	1133	-3,2%
Empregados	3593	3607	0,4%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de desemprego: Percentagem de pessoas desempregadas da população ativa, ajustado sazonalmente. Desempregados: Milhares de pessoas, ajustado sazonalmente. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

Na última recessão, apesar do decréscimo do PIB, já se denotam melhorias no desemprego com uma redução de 0,7 pp da taxa de desemprego. A última recessão surge num contexto de alguma melhoria económica, mas inconsistente.

Após sucessivos resgates, o primeiro resgate em maio de 2010 e o segundo em 2012, a dívida grega continuou insustentável e a situação económica num estado preocupante, sendo aprovado um terceiro resgate em 2017, contudo de menores proporções, que se concluiu em 2018. Devido aos sinais económicos positivos e ao panorama político mais estável o quarto resgate não se veio a efetivar, e existiu apenas um acordo que prevê medidas de alívio da dívida grega e uma “almofada” financeira para enfrentar as necessidades de financiamento. “Após 8 longos anos a Grécia vai finalmente concluir a sua assistência financeira”, declarou Mário Centeno, presidente do Eurogrupo, na conferência de imprensa no final do Eurogrupo.

3.4 Comparação das variáveis económicas em 2008 e 2016

Os países apresentaram quebras e recuperações diferentes, por isso é comparado o ano de 2008 (ano do início da recessão da Zona Euro e em que despoletou a crise financeira internacional) com o ano de 2016, para analisar a situação económica dos países nos dois momentos e observar se em 2016 se encontram melhor ou pior do que antes das crises, ou seja, se as recuperações económicas conseguiram se sobrepor aos danos causados pelas recessões.

Partindo das mesmas variáveis utilizadas anteriormente, mas analisando exclusivamente a média anual do ano 2008 e 2016, comparam-se estes dois momentos específicos com o objetivo de observar as diferenças e as consequências que os períodos de recessão económica provocaram. Desde logo verificam-se diferenças assinaláveis entre os quatro países, como pode ser observado na Tabela 17, através das diferenças de PIB entre 2008 e 2016. Relativamente ao PIB a Irlanda é a exceção, já que é a única que apresenta melhores resultados em 2016 do que em 2008. Evidenciou uma excelente recuperação económica que se sobrepôs às recessões económicas e permitiu aumentar 45% o valor do PIB relativo ao ano de 2008, mesmo passando por períodos difíceis como foi visto anteriormente. Para isto contribuiu o facto de ser o primeiro país dos quatro a sair do contexto de recessão económica e as elevadas taxas de crescimento económico que se verificaram depois desse período. Todos os outros apresentam valores inferiores aos obtidos em 2008, Portugal apresenta uma quebra de cerca de 4%, representativo das dificuldades existentes, e a Grécia é o país que maior percentagem de PIB perdeu, cerca de 26%. A Espanha perdeu 1,3% do PIB comparativamente com o ano de 2008, apesar das dificuldades de desemprego está a obter um bom crescimento

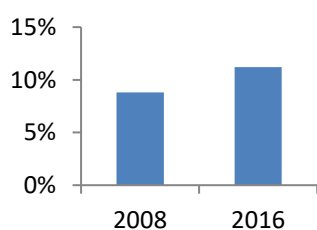
económico, aproximando-se cada vez mais dos valores que apresentava no período anterior à crise.

Tabela 17 PIB real em milhões de euros, 2008 e 2016

	2008	2016	Diferença
Portugal	181 997,2	174 978	↓ 3,9%
Espanha	1 120 839,0	1 105 770,0	↓ 1,3%
Irlanda	172 603,4	250 947,8	↑ 45,4%
Grécia	249 879,3	184 594,1	↓ 26,1%

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 07/03/2018.

Quanto ao desemprego, as taxas registadas em 2016 para os países em estudo são piores do que as de 2008, como se pode observar nas Figuras: 28, 29, 30 e 31. Em Portugal a taxa de desemprego aumentou 2,4pp, fixando-se em 11,2%. Apesar da subida acentuada do número de desempregados, cerca de 20%, é o país que ainda assim apresenta menos aumento. É de realçar o decréscimo também elevado do número de empregados. As consequências da crise são evidentes e em 2016 continua-se longe dos objetivos de estabilidade pretendidos. É necessário ter em consideração, que os valores de desemprego são ainda suavizados pelo fator emigração como se pode constatar através da diminuição da população ativa, que não são apenas justificados pelo envelhecimento da população, e que contribuiu bastante para a redução do número de desempregados em Portugal, como se pode ver na Figura 28.



Portugal		2008	2016	Var
Desempregados	Número de pessoas em milhares (*1000)	476	571	+ 20,0%
Empregados		4786	4371	- 8,7%
População Ativa		5262	4942	-6,1%

Figura 28 Taxa de desemprego, número de desempregados, empregados e população ativa em Portugal, 2008 e 2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de Desemprego: Percentagem de desempregados na população ativa. Desempregados: Milhares de pessoas. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

A Espanha teve enormes dificuldades ao nível do desemprego, em 2008 apresentava uma taxa de 11,3% e esse valor aumentou 8,3pp em relação a 2016. Também existiu um grande aumento do número de desempregados, cerca de 72%, um

valor muito elevado comparativamente com os restantes países, à exceção da Grécia. Comparando Espanha com Portugal, os valores obtidos não são tão bons, porque efetivamente sofreu maiores repercussões a nível de desemprego. Porém, como se pode verificar na Figura 29, obteve pouca redução da população ativa o que não ajudou a diminuir o número de desempregados como aconteceu com Portugal.

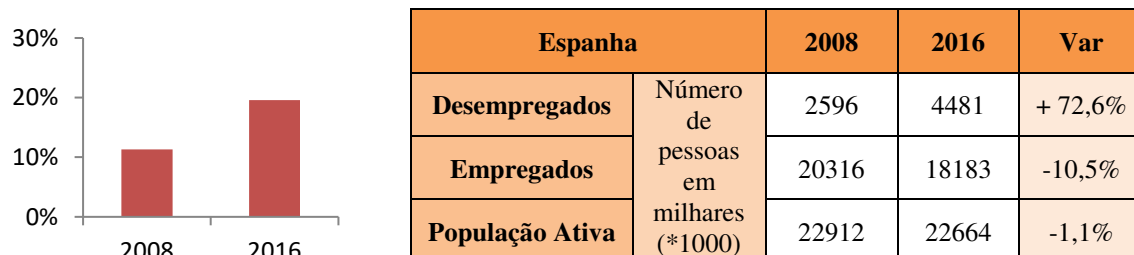


Figura 29 Taxa de desemprego, número de desempregados, empregados e população ativa em Espanha, 2008 e 2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de Desemprego: Percentagem de desempregados na população ativa. Desempregados: Milhares de pessoas. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

No caso da Irlanda, é o país que teve o menor crescimento da taxa de desemprego, aproximando-se dos valores obtidos em 2008, não obstante do aumento de cerca de 22% do número de desempregados. Apresenta apenas 1,6pp a mais da taxa de desemprego obtida em 2008, sendo o país que apresenta o nível de desemprego mais próximo do desejável, como se pode verificar na Figura 30, em que apenas apresenta menos 3,9% de empregados comparativamente com 2008.

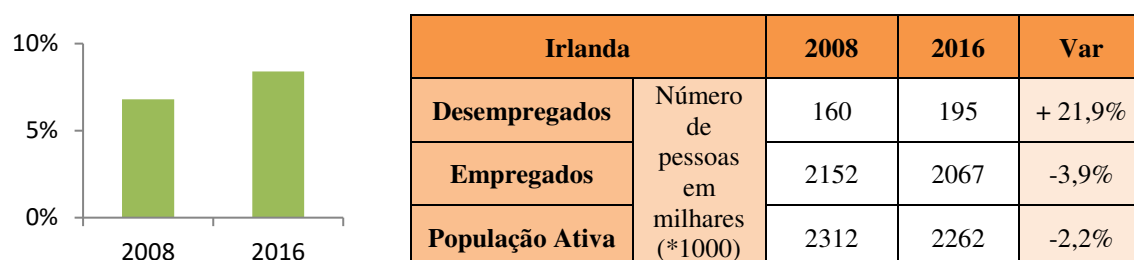


Figura 30 Taxa de desemprego, número de desempregados, empregados e população ativa na Irlanda, 2008 e 2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de Desemprego: Percentagem de desempregados na população ativa. Desempregados: Milhares de pessoas. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

Na Grécia verificam-se diferenças abissais entre os dois momentos. A taxa de desemprego apresenta um aumento de 15,8pp, estabelecendo-se no ano de 2016 em 23,6%. Observa-se também um aumento abrupto do número de desempregados, a rondar os 192% e é o país que apresenta a maior redução do número de empregados. A Grécia sobressai negativamente em todos estes aspetos, como se pode observar na Figura 31.

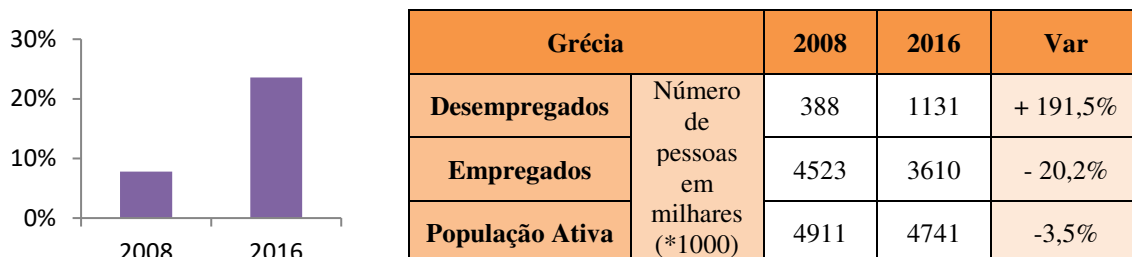


Figura 31 Taxa de desemprego, úmero de desempregados, empregados e população ativa na Grécia, 2008 e 2016

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Taxa de Desemprego: Percentagem de desempregados na população ativa. Desempregados: Milhares de pessoas. Empregados: Milhares de pessoas, total de empregados (conceito de população residente - LFS) dos 15 aos 64 anos, ajustado sazonalmente. Dados extraídos a 05/03/2018.

Sucintamente, analisando os dois momentos, a Irlanda é o único país que apresentou melhorias de PIB, obtendo inclusivamente um aumento considerável. Quanto ao desemprego, embora esteja perto dos patamares alcançados em 2008, ainda se encontra numa situação mais desfavorável. A Espanha, apesar do elevado desemprego, durante o período de recuperação apresentou um bom crescimento económico que permitiu em 2016 estar com valores de PIB muito próximos dos atingidos em 2008. Os números de desemprego não são satisfatórios, mas estão a ser efetuadas melhorias significativas na redução da taxa de desemprego. Relativamente a Portugal, em relação a 2008 verifica-se ainda um valor considerável de perda de PIB e os valores da taxa de desemprego estão cada vez mais próximos, mas estes são atenuados pelo fator emigração, que contribuiu para a diminuição do número de desempregados. Quanto à Grécia, foi devastada pela crise, com a combinação de uma grande quebra do PIB e do aumento exponencial da taxa de desemprego.

4. Fatores determinantes da crise da dívida na Zona Euro

Esta secção tem como objetivo avaliar os fatores determinantes de um resgate financeiro, estimando os modelos econométricos OLS e *logit*, para os países da Zona Euro, em que a variável dependente é uma variável *dummy*, que assume o valor “1” se o país sofreu resgate financeiro durante a recente crise económica e “0” caso contrário.

Inicialmente é referida a metodologia aplicada, no qual é explicada a seleção dos métodos de regressão OLS e *logit*. Posteriormente, são referidos os modelos de regressão e os dados utilizados, que engloba as variáveis incluídas no modelo e a dimensão da amostra: 18 países da Zona Euro durante o período 2006-2013. Por último, são estimados os resultados dos modelos e identificadas as variáveis significativas.

4.1 Metodologia

De modo a avaliar a importância dos vários fatores determinantes na crise da dívida na Zona Euro e a sua influência nos episódios de resgate financeiro que ocorreram no âmbito da crise do euro estimaram-se modelos binários com dados em painel pelos métodos de regressão OLS (*Ordinary Least Squares Regression*) e *logit*. Utilizou-se a natureza de dados em painel, porque contém repetidas observações da mesma unidade (neste caso, cada país) em diferentes momentos do tempo, Verbeek (2004).

Com o método OLS é possível encontrar o melhor ajustamento para um conjunto de dados a partir da minimização da soma dos quadrados das diferenças do valor estimado e dos dados observados, também designado por soma dos quadrados dos resíduos. Como no modelo que irá ser estimado a variável dependente é binária, o termo erro sofre de heterocedasticidade - ver Verbeek (2004), como mostram os testes de heterocedasticidade de Breush-Pagan e White. Estes testes confirmam a existência de heterocedasticidade, ou seja, a variância dos erros não se mantém constante para todas as observações, por isso estima-se o modelo pela regressão OLS aplicando o *robust*. A grande desvantagem deste método é que normalmente é aplicado a modelos de regressão linear e as probabilidades ajustadas podem ser inferiores a “0” ou superiores a “1”, e neste modelo como a variável dependente é binária, assume o valor “0” ou “1”, devem ser impostos limites para que isso não aconteça. Assim, recorreu-se também a outro método, o modelo de regressão logística (*logit*), destinado a modelos cuja variável

dependente é binária, ou seja, varia entre duas alternativas discretas: “0” e “1”. No modelo de regressão *logit* assume-se a função logística, G , dada por (1):

$$G(z) = \frac{e^z}{1+e^z} \quad (1)$$

É aplicada uma transformação na variável dependente, convertendo-a numa razão de probabilidades e posteriormente numa base logarítmica, que a restringe entre o intervalo $[0,1]$, (2).

$$g(z) = \ln\left(\frac{G(z)}{1-G(z)}\right)$$

$$g(P) = \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) \quad (2)$$

A função *logit* é o logaritmo do quociente entre a probabilidade de a variável dependente assumir o valor 1 e a probabilidade de assumir o valor 0.

4.2 Modelos e dados

Com o objetivo de analisar a influência das variáveis na possibilidade de ocorrência de um episódio em que o país tenha a necessidade de recorrer intervenção financeira estimaram-se os seguintes modelos OLS (3 e 5) e *logit* (4 e 6):

$$\text{Resgatado}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + \beta_2 PLI_{i,t} + \beta_3 DP_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

$$i = 1, \dots, n \text{ países} \quad t = 1, \dots, 8 \text{ anos}$$

$$\text{logit}(P_{i,t}) = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{1-P_{i,t}}\right) = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,t} + \beta_2 PLI_{i,t} + \beta_3 DP_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

$$i = 1, \dots, n \text{ países} \quad t = 1, \dots, 8 \text{ anos}$$

A variável dependente, *Resgatado*, é uma variável *dummy*, que assume o valor “1” se o país tiver sido alvo da assistência financeira e económica e “0” caso não tenha ocorrido resgate. Os países que sofreram resgates financeiros neste período são: Portugal, Espanha, Irlanda, Grécia e Chipre. Os termos “ i ” e “ t ” correspondem à identificação do país e do ano, respetivamente. O β_0 é o coeficiente do termo constante e $\beta_{(1,\dots,3)}$ representa o vetor dos coeficientes das variáveis independentes e o erro é definido pelo termo μ . No modelo *logit*, $P_{i,t}$ representa a probabilidade de o país ser resgatado.

Nos modelos 3 e 4, as variáveis independentes têm natureza quantitativa e são: *BC*, o saldo da balança corrente; *PLI*, a posição líquida de investimento internacional; *DP*, a dívida pública.

De modo a analisar também a importância da poupança e do investimento como fatores determinantes para a possibilidade de um país ser resgatado, realizaram-se os modelos 5 e 6.

(5)

***Resgatado*_{*i,t*}**

$$= \beta_0 + \beta_1 Poupança_{i,t} + \beta_2 Investimento_{i,t} + \beta_3 PLI_{i,t} + \beta_4 DP_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, n \text{ países} \quad t = 1, \dots, 8 \text{ anos}$$

(6)

$$\mathbf{logit}(P_{i,t}) = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{1 - P_{i,t}}\right)$$

$$= \beta_0 + \beta_1 Poupança_{i,t} + \beta_2 Investimento_{i,t} + \beta_3 PLI_{i,t} + \beta_4 DP_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, n \text{ países} \quad t = 1, \dots, 8 \text{ anos}$$

Nestes modelos a diferença relativamente aos anteriores é a substituição da variável *BC*, o saldo da balança corrente, pelas variáveis: *Poupança*, a taxa de poupança e *Investimento*, a taxa de investimento. As variáveis incluídas no modelo também têm natureza quantitativa.

As variáveis explicativas definidas para o estudo empírico estão todas elas em percentagem do PIB (%PIB) e foram selecionadas com base na literatura.

A utilização da variável do saldo da balança corrente deve-se a autores como Baldwin *et al.* (2015) referirem que os défices de balança corrente foram prejudiciais para as economias, logo prevê-se que o aumento do saldo da balança corrente provoque uma diminuição da probabilidade de resgate financeiro.

Vários autores como Alexandre, Aguiar-Conraria, Bação e Portela (2017), realçam a importância da poupança e consideram que a substituição direta da poupança interna pela poupança externa através do endividamento envolve riscos. Para além disso, particularmente nos períodos de crise, quando os empréstimos se tornam inacessíveis, ter poupança é fundamental para conseguir manter alguma estabilidade

económica. Logo, prevê-se que o aumento da poupança deverá corresponder à diminuição da probabilidade de resgate.

Uma economia, que apresente um elevado nível de investimento e que ultrapasse a poupança de um modo excessivo, segundo Cavallo *et al.* (2018), pode-se manifestar perigoso e afastar os investidores. Principalmente, se não existir boa alocação de capital, como referem Palenzuela e Dees (2016). Assim, espera-se que o aumento de investimento aumente a probabilidade de necessidade de recorrer a intervenção financeira.

A posição líquida de investimento internacional foi considerada porque também foi alvo de análise no estudo de desequilíbrios globais e ajustamento externo de Lane e Milesi-Ferretti (2014). É o saldo entre o que os países têm a receber do estrangeiro a nível de investimento direto em empresas, investimento de carteira em ações ou obrigações, com o que devem. Espera-se que quanto maior a posição líquida de investimento internacional, menor a probabilidade de o país ser sujeito a intervenção financeira.

A dívida pública foi inserida no modelo, visto que foi considerada uns dos fatores responsáveis pela crise da Zona Euro, para Lane (2013) o seu aumento torna os sistemas financeiros vulneráveis e Eichengreen e Panizza (2016) realçam que elevada dívida pública pode aumentar o risco de crise. Assim, espera-se que o aumento da dívida pública esteja associado a uma maior probabilidade de resgate financeiro.

Relativamente à amostra, inicialmente, pretendia-se que a amostra fosse constituída pelos 19 países da Zona Euro, uma vez que o estudo incide sobre os mesmos e se verifica uma grande heterogeneidade entre eles, porém devido à carência de informação relativa à Malta, esta não foi considerada, tendo sido o modelo aplicado aos 18 países da Zona Euro. O espaço temporal é um período de 8 anos, entre o ano 2006 e 2013 (até ao último período de recessão económica da Zona Euro, ver secção3), que foi delimitado de forma a englobar o período anterior e subsequente à crise do euro. Tencionava-se considerar desde o ano 2000, porém devido à falta de dados relativos à variável de posição líquida de investimento internacional para determinados países, analisou-se a partir de 2006. Os dados para esta análise empírica foram obtidos das bases de dados da Comissão Europeia, AMECO e Eurostat.

O modelo foi estimado para 144 observações. Na tabela 18 é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas na estimação do modelo, na qual se refere o

número de observações, a média, o percentil 50, o desvio padrão, o valor mínimo e máximo de cada variável.

Tabela 18 Estatística descritiva do modelo binário, 2006-2013

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) p50	(4) sd	(5) min	(6) max
Poupança	144.00	20.52	21.29	6.22	-3.59	30.19
Investimento	144.00	22.25	22.06	4.31	12.16	36.74
BC	144.00	-1.83	-1.07	6.60	-20.89	10.34
PLI	144.00	-39.78	-46.20	50.20	-139.20	65.20
DP	144.00	62.77	59.71	37.25	3.66	177.41

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO e do Eurostat. Dados extraídos 07/08/2018.

Através da análise da estatística descritiva podemos verificar que a poupança e o investimento são as variáveis que apresentam menor desvio padrão, isto é, os dados obtidos estão menos dispersos. O país que obtém menos poupança, contabilizando todas as observações, é o Chipre em 2007, -3,6 (%PIB), justificado sobretudo pela falta de poupança das empresas, enquanto a Holanda, em 2007, apresenta o valor máximo, 30,2 (%PIB), que se deve essencialmente ao valor elevado de poupança das empresas (21,4% do PIB). É de salientar que os países resgatados - Portugal, Grécia e Chipre - apresentavam das taxas de poupança mais baixas da Zona Euro durante este período. Quanto ao investimento, as dificuldades económicas na Grécia refletiram-se numa diminuição substancial do investimento e, em 2013, apresenta o valor mais baixo neste conjunto de observações, 12,2 (%PIB), enquanto o mais alto pertence à Estónia em 2006. Apesar de países resgatados como a Espanha e a Irlanda apresentarem taxas de investimento elevadas, ainda assim, existiam países com níveis de investimento superiores.

Na variável balança corrente a média é negativa, o que significa que predominam os défices de conta corrente. O valor mínimo foi obtido pela Letónia, em 2006, apresentando défices externos de 20,9 (%PIB), enquanto o valor máximo de 10,3 (%PIB) pertence à Holanda, em 2012.

Também se pode observar, que a média da posição líquida de investimento internacional é negativa e apresenta um desvio padrão elevado, existindo uma grande dispersão. O valor mínimo é -139,2 (%PIB) da Irlanda em 2011, coincidindo

precisamente com o último período de recessão económica, e o valor máximo é 65,2 (%PIB) obtido pela Bélgica em 2010.

A dívida pública também apresenta grande disparidade, um desvio padrão elevado. Observa-se que para o percentil 50 os países apresentaram no máximo cerca de 60 (%PIB) de dívida pública. O valor mínimo foi obtido pela Estónia em 2011, 3,7 (%PIB), que diverge muito do valor máximo de 177,4 (%PIB) obtido pela Grécia em 2013. Antes da crise, a Grécia já apresentava níveis de dívida pública superiores a 100 (%PIB), e ainda se agravou drasticamente face às dificuldades económicas verificadas.

4.3 Resultados

Na Tabela 19 apresentam-se os resultados das estimações efetuadas para os modelos 3 e 4, cujas variáveis explicativas são: a balança corrente, a posição líquida de investimento internacional e a dívida pública, pelos métodos de regressão OLS e *logit*, respetivamente. Como o *logit* não é uma função linear, optou-se também por analisar os efeitos marginais na média e para o percentil 10 e 99 do saldo da balança corrente.

Tabela 19 Correlação dos episódios de resgates financeiros, modelos 3 e 4 entre 2006-2013

	OLS	LOGIT	MARGINS (mean)	MARGINS (p10)	MARGINS (p99)
BC	-0.0103** (0.0047)	-0.1821** (0.0738)	-0.0088* (0.0045)	-0.0134** (0.0064)	-0.0058*** (0.0018)
PLI	-0.0052*** (0.0005)	-0.0825*** (0.0199)	-0.0040** (0.0018)	-0.0061*** (0.0008)	-0.0026*** (0.0005)
DP	0.0039*** (0.0006)	0.0518*** (0.0164)	0.0025* (0.0014)	0.0038*** (0.0011)	0.0016*** (0.0002)
R ²	0.61	.	.	.	.
RMS	0.29	.	.	.	.
E					
N	144	144	144	144	144

Erro padrão entre parêntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO e do Eurostat. Dados extraídos 07/08/2018.

Os resultados sugerem que o saldo da balança corrente é uma variável estatisticamente significativa e uma melhoria do saldo reduz a probabilidade de ocorrência de resgate financeiro. As estimativas pelo método de regressão OLS indicam que, em média, se o saldo da balança corrente aumentar 1pp, a probabilidade de o país recorrer a intervenção financeira diminui 1,03pp. No modelo *logit*, os efeitos marginais

na média sugerem que, em média, se o saldo da balança corrente aumentar 1pp, a probabilidade de um país ser resgatado diminui 0,88pp. É de salientar, que esta variável apresenta maior influência para níveis de saldo de balança corrente inferiores, uma vez que para o percentil 10 diminui 1,34pp e para o percentil 99 diminui 0,58pp a probabilidade de um país ser resgatado. Estes resultados estão de acordo com o que se previa e dão indícios que os excedentes externos são um fator importante para evitar resgates financeiros.

A posição líquida de investimento internacional é uma variável estatisticamente significativa. Estima-se que, em média, a probabilidade de um país recorrer a intervenção financeira diminui com o aumento da posição líquida de investimento internacional, o que se compreende, uma vez que se os países têm mais a receber do estrangeiro a nível de investimento direto em empresas, investimento de carteira em ações ou obrigações, do que devem, estão numa situação mais favorável para enfrentar problemas económicos que possam surgir. Os efeitos marginais na média sugerem que, em média, o aumento de 1pp da posição líquida de investimento internacional, decresce em 0,4pp a probabilidade de ocorrência de resgate.

Relativamente à dívida pública, apresenta um parâmetro estimado com sinal positivo, o que corresponde ao que se esperava, ou seja, quanto maior a dívida pública, maior a probabilidade de resgate financeiro. É uma variável estatisticamente significativa, o que vai ao encontro ao que se analisou na literatura, tendo sido considerada um dos fatores cruciais para a crise do euro. No método de regressão OLS, em média, o aumento de 1pp de dívida pública está associado a um aumento de 0,39pp na probabilidade de ocorrência resgate financeiro. Enquanto, o efeito marginal no percentil 99, o aumento de 1pp de dívida pública está associado a um aumento de 0,16pp de probabilidade de existir intervenção financeira.

Os resultados da estimação dos modelos 5 e 6, em que as variáveis independentes são: a poupança, o investimento, a posição líquida de investimento internacional e a dívida pública, são apresentados na Tabela 20. Neste caso, apresentou-se também os efeitos marginais na média e para o percentil 10 e 99 da poupança.

Tabela 20 Correlação dos episódios de resgates financeiros, modelos 5 e 6 entre 2006-2013

	OLS	LOGIT	MARGINS (mean)	MARGINS (p10)	MARGINS (p99)
Poupança	-0.0197*** (0.0042)	-0.2094** (0.1056)	-0.0069 (0.0051)	-0.0132 (0.0092)	-0.0085* (0.0046)
Investimento	0.0142* (0.0079)	0.2993** (0.1233)	0.0098* (0.0060)	0.0188*** (0.0070)	0.0122** (0.0055)
PLI	-0.0045*** (0.0005)	-0.0878*** (0.0219)	-0.0029* (0.0016)	-0.0055*** (0.0011)	-0.0036*** (0.0005)
DP	0.0037*** (0.0007)	0.0621*** (0.0236)	0.0020 (0.0013)	0.0039*** (0.0012)	0.0025*** (0.0007)
R^2	0.64	.	.	.	.
RMSE	0.27	.	.	.	.
<i>N</i>	144	144	144	144	144

Erro padrão entre parêntesis: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO e do Eurostat. Dados extraídos 07/08/2018.

Os resultados apresentados na Tabela 20 sugerem que episódios em que os países tenham necessidade de recorrer a resgates financeiros estão correlacionados negativamente com a poupança em ambos os métodos de regressão. A poupança confere estabilidade económica e ajuda a suprir possíveis necessidades, contribuindo para que não haja a necessidade de recorrer a resgates financeiros. Assim quanto maior a poupança, menor a probabilidade de resgate financeiro. É importante referir que é uma variável estatisticamente significativa para ambos os métodos. O método de regressão OLS sugere que, em média, se a poupança aumentar 1pp, a probabilidade de o país recorrer a intervenção financeira diminui 1,97pp. Pelo método de regressão *logit*, verifica-se que para percentis mais baixos (p10) a poupança é mais influente (1,32pp), o que significa que para valores de poupança mais baixos, o aumento da poupança tem um efeito maior na probabilidade de evitar que um país necessite de intervenção financeira. De acordo com os efeitos marginais para o percentil 99, o aumento de 1pp na poupança está associado a uma diminuição de 0,85pp na probabilidade de ocorrer intervenção financeira.

Por outro lado, o aumento do investimento tem um impacto positivo na probabilidade de ocorrer uma crise financeira em ambos os métodos de regressão. O investimento, apesar de poder ser um fator positivo para o crescimento das economias, se o seu financiamento assentar fortemente em poupança externa poderá conduzir a crises da dívida e a pedidos de resgate a instituições financeiras internacionais, como o FMI. De acordo com os efeitos marginais para o percentil 99, o aumento de 1pp no

investimento está associado a um aumento de 1,22pp na probabilidade de ocorrer intervenção financeira. É de salientar, que quer a poupança quer o investimento são variáveis estatisticamente significativas, logo relevantes para a explicação do modelo, o que confere importância à natureza dos défices externos.

Os resultados relativamente à posição líquida de investimento internacional e à dívida pública sugerem comportamentos semelhantes aos modelos anteriores. A posição líquida de investimento internacional está correlacionada negativamente com a possibilidade de resgate financeiro, enquanto a dívida pública está correlacionada positivamente. Nestes modelos também são ambas estatisticamente significativas.

É de frisar, que todos os modelos no seu global são estatisticamente significativos, ou seja, apresentam bom poder explicativo.

5 Os desequilíbrios da balança corrente e o custo de ajustamento

Esta secção conclui a dissertação analisando a relação entre os desequilíbrios e os custos do processo de ajustamento. É dividida em duas partes: na primeira, realiza-se uma regressão linear simples, que relaciona os desequilíbrios da balança corrente nos países da Zona Euro com variação de PIB; e na segunda, avaliam-se os impactos económicos nos períodos de recessão e de recuperação dada a natureza do desequilíbrio externo de cada país resgatado, isto é, se foi causado por uma quebra da poupança, por um aumento do investimento ou por ambos.

5.1 Défices da balança corrente e custos do ajustamento: uma regressão linear simples

Como foi referido na secção 2, os países que foram sujeitos a resgates financeiros apresentavam elevados défices de balança corrente. De facto, autores como Baldwin *et al.* (2015) apontam os desequilíbrios da balança corrente como o principal fator responsável pela crise e que as economias mais severamente afetadas apresentavam os défices externos mais elevados. De modo a complementar essa análise procedeu-se a uma regressão simples pelo Método dos Mínimos Quadrados (OLS), avaliando a relação entre o custo da crise financeira e económica, avaliado em termos da perda de PIB entre 2008 e 2013, e o saldo da balança corrente no período anterior à crise (2000-2007) nos 19 países na Zona Euro. Assim, estimou-se o seguinte modelo (7):

$$\Delta PIB_{i,08-13} = \beta_0 + \beta_1 BC_{i,00-07} + \mu_i \quad (7)$$

$i = 1, \dots, n \text{ países}$

As variáveis utilizadas foram: ΔPIB , a percentagem de PIB ganho/perdido entre 2008 e 2013, e BC , a média do saldo da balança corrente em relação ao PIB, no período de 2000 e 2007. Para os países que carecem de dados relativamente ao saldo da balança corrente, a média foi realizada a partir do ano que existem valores. Os períodos foram delimitados de acordo com os períodos de recessão da Zona Euro discutidos anteriormente na secção 3 e os dados foram obtidos nas bases de dados da Comissão Europeia, AMECO e Eurostat.

Na Tabela 21 é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas para a estimação do modelo. Numa amostra de 19 países, a variação média de PIB entre 2008 e 2013 foi de -2,74%. O país que obteve maior quebra foi a Grécia, -26,28%, ao contrário da Malta que obteve o maior crescimento, 9,95%. Relativamente à variável *BC* entre 2000 e 2007 predominam os défices externos, visto que a média é negativa, -2,66%. O país que obteve o valor mínimo foi a Letónia, -11,53% e o que apresenta o valor máximo foi o Luxemburgo, 9,90%.

Tabela 21 Estatística descritiva

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
Δ PIB (2008-2013)	19	-2.747	8.136	-26.28	9.952
BC (2000-2007)	19	-2.661	6.626	-11.53	9.898

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO e do Eurostat. Dados extraídos 07/08/2018.

Os resultados da regressão são apresentados na Figura 32. Apesar de se tratar de uma amostra reduzida por apenas contemplar 19 países, verifica-se que efetivamente os países que apresentavam o saldo da balança corrente negativo foram os que sofreram maiores quebras de PIB. A linha dos valores estimados descreve uma trajetória crescente, ou seja, quanto maior era o saldo da balança corrente, menor perda de PIB (ou inclusivamente ganho) os países obtiveram no período posterior. Embora se tenham observado exceções, como o caso da Eslováquia, que apresenta um saldo de conta corrente negativo e foi um dos países com maior crescimento de PIB neste período. O que pode estar associado ao facto de ter estado em permanente crescimento económico desde 2000 até 2007, obtendo um crescimento superior a 50%, e também na alocação do capital.

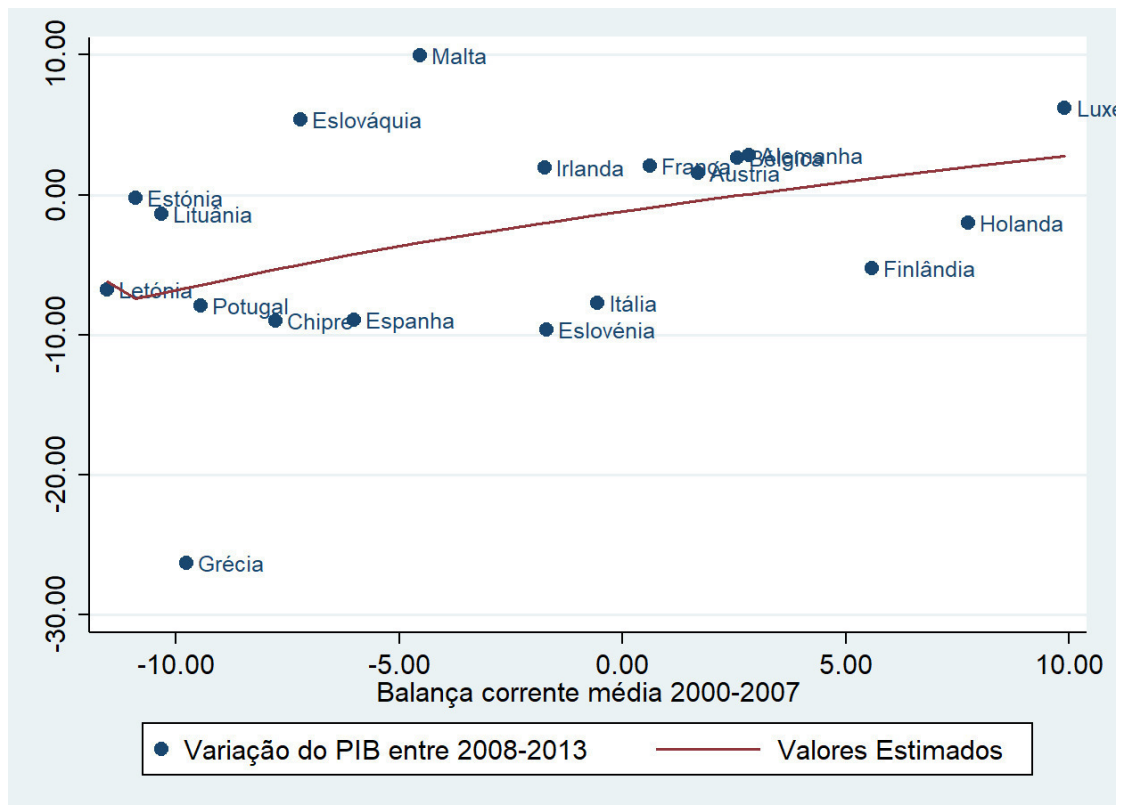


Figura 32 Variação do PIB e Balança corrente
 Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO e do Eurostat. Dados extraídos 07/08/2018.

Concluindo, os saldos de balança corrente negativos foram prejudiciais para a economia dos países durante o período de crise económica, o que sugere, que países que apresentam défices externos estão mais vulneráveis a choques nos mercados financeiros e a maiores impactos negativos nos níveis de atividade económica.

5.2 A natureza do défice externo e os custos do ajustamento

Os resultados das estimações da secção 4 sugerem que a poupança e o investimento são fatores determinantes na possibilidade de ocorrência de resgates financeiros. Nesta secção analisa-se com mais atenção a relação entre a evolução dessas variáveis e o custo do ajustamento em quatro países resgatados durante a crise do euro: Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia.

Como foi visto na secção 3, estes países foram severamente afetados pela crise. Contudo, analisando mais detalhadamente cada um, verificam-se determinadas diferenças no impacto que as crises financeiras tiveram sobre eles e nos seus processos de recuperação. O que pode estar relacionado com a natureza dos desequilíbrios

externos de cada país, que, como vimos na secção 2, é diferente. Os dados discutidos na secção 2 e a Tabela 22, onde são apresentadas as variações da poupança e do investimento entre 2000 e 2008 para os países resgatados na crise do euro, sugerem a divisão em dois grupos: Irlanda e Espanha, por um lado, e Portugal e Grécia, por outro lado. No caso da Irlanda e da Espanha, apesar da quebra da taxa de poupança, esta mantém-se elevada, sendo o défice na balança corrente também resultado do aumento da taxa de investimento. Nos casos de Portugal e da Grécia apesar de se ter registado uma quebra na taxa de investimento, o défice da balança corrente agravou-se devido à forte queda da taxa de poupança.

Tabela 22Variação da poupança entre 2000 e 2008 para os países resgatados na crise do euro

País	Poupança (% PIB)			Investimento (% PIB)		
	2000	2008	Var	2000	2008	Var
Irlanda	24,7	17	-7,7pp	23,8	24,8	1pp
Espanha	22,5	20,4	-2,1pp	26,1	29,2	3,1pp
Portugal	17,8	11	-6,8pp	28	22,8	-5,2pp
Grécia	17	8,7	-8,3pp	24,9	23,8	-1,1pp

Fonte: Cálculos do autor com base no AMECO. Dados extraídos a 07/08/2018.

No período antecedente à crise, a Irlanda e a Espanha apresentam um aumento da taxa de investimento. No caso da Espanha, é acompanhada por um ligeiro decréscimo da taxa de poupança, em 2008 regista menos 2,1pp do que em 2000. Enquanto na Irlanda, até 2006 o aumento do investimento não se refletiu diretamente numa diminuição da poupança, uma vez que a poupança também aumentou, embora em proporções inferiores. A partir de 2007, existe uma quebra, quer da poupança, quer do investimento. Comparando o ano 2000 com 2008, verifica-se o aumento do investimento em 1pp, como se pode ver na Tabela 22. Ao invés, no caso de Portugal a taxa de poupança diminuiu e verifica-se também um decréscimo da taxa de investimento, 6,8pp e 5,2pp entre 2000 e 2008, respetivamente. Na Grécia verifica-se uma oscilação da taxa de investimento, em que predominam os períodos de decréscimo, e também a diminuição da taxa de poupança. Entre 2000 e 2008 observa-se uma perda de 8,3pp na poupança e 1,1pp no investimento. Sucintamente, o que se pretende analisar

é se os países, cujo aumento dos défices externos se deve à quebra da poupança e não ao aumento do investimento, têm processos de ajustamento mais severos e mais lentos.

Quanto à perda de PIB, na Tabela 23 estão indicadas as maiores quebras de PIB que se registaram nas recessões económicas de cada país, o respetivo período e duração. A recessão económica em que se verificou maior quebra de PIB em Portugal e na Grécia quantifica um decréscimo de 8,1% e 23,4%, respetivamente. Enquanto na Espanha a maior diminuição foi 5,7% e na Irlanda 9,4%.

Tabela 23 Quebra de PIB e duração da recessão mais severa de cada país resgatado na crise do euro

País	Recessão mais severa em termos de PIB		
	Quebra de PIB	Duração (trimestres)	Período
Irlanda	9,4%	5	Q4 2007 - Q1 2009
Espanha	5,7%	11	Q4 2010 - Q3 2013
Portugal	8,1%	9	Q3 2010 - Q4 2012
Grécia	23,4%	13	Q4 2009 - Q1 2013

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Nesta perspetiva, em que se atenta exclusivamente à maior quebra de PIB, a Irlanda surge inclusivamente pior que Portugal, contudo a Irlanda apenas regista uma recessão em que apresenta grande perda de PIB. Avaliando as quebras de PIB desde o momento antes da primeira recessão (a partir da crise financeira internacional) e o posterior (depois de não se constarem mais recessões), ou seja, contabilizando todo o PIB perdido englobando todas as recessões, a Irlanda é o país que apresenta menor decréscimo, 5,2%, como se verifica na Tabela 24. Isto acontece, porque as restantes recessões são de menor dimensão e não se verificam grandes perdas de PIB. Depois, segue-se Portugal juntamente com a Espanha que apresentam a mesma perda de PIB, 9,6%, embora a Espanha durante um período superior, 21 trimestres, e por fim a Grécia, que foi o país que obteve maior perda.

Tabela 24 Quebra de PIB e aumento da taxa de desemprego durante períodos de recessão para cada país resgatado na crise do euro

País	Período durante todas as recessões			
	Perda de PIB	Ganho Desemprego	Duração (trimestres)	Período
Irlanda	-5,2%	11pp	19	2007 (Q1) - 2011 (Q4)
Espanha	-9,6%	15,8pp	21	2008 (Q2) - 2013 (Q3)
Portugal	-9,6%	8,4pp	19	2008 (Q1) - 2012 (Q4)
Grécia	-27,3%	15,2pp	36	2007 (Q2) - 2016 (Q2)

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

A diferença evidencia-se mais nas respetivas recuperações económicas, como se pode ver na Tabela 25, onde estão registadas as variações de PIB desde o último trimestre da última recessão de cada país até ao terceiro trimestre de 2017, no qual a Irlanda e a Espanha apresentam um crescimento económico mais rápido e efetivo. A Irlanda aumentou 60,4% o valor do PIB, obtendo por larga margem o maior crescimento do PIB dos quatro países em estudo, beneficiando de ter registado taxas de crescimento do PIB elevadas e também de ser o país que está há mais tempo em recuperação, contabilizando 23 trimestres desde a última recessão. Quanto à Espanha, apresenta crescimento do PIB superior a Portugal, 12,2% face aos 8,5%, e durante um período de recuperação inferior, uma vez que a Espanha abandona o contexto de recessão a partir do terceiro trimestre de 2013, enquanto Portugal sai a partir do quarto trimestre de 2012. Portugal, apesar de demonstrar sinais positivos, apresenta uma recuperação mais lenta. A Grécia é o país que apresenta mais dificuldades em ultrapassar os problemas económicos, apenas contabiliza 5 trimestres desde a última recessão e regista um crescimento de 1,9% do PIB.

Tabela 25 Ganho de PIB entre último trimestre da última recessão de cada país e terceiro trimestre de 2017 e a sua duração

País	Recuperação			
	Ganho de PIB	Perda Desemprego	Duração (trimestres)	Período
Irlanda	60,4%	-9,2pp	23	2011 (Q4) - 2017 (Q3)
Espanha	12,2%	-9,4pp	16	2013 (Q3) - 2017 (Q3)
Portugal	8,5%	-8,1pp	19	2012 (Q4) - 2017 (Q3)
Grécia	1,9%	-2,7pp	5	2016 (Q2) - 2017 (Q3)

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat, ajustado sazonalmente. PIB a preços constantes relativamente ao ano base 2010 em milhões de euros. Dados extraídos a 12/04/2017 e a 05/03/2018.

Estes dados vão ao encontro dos descritos na secção 3, quando se compara o ano de 2008 e 2016, uma vez que a Irlanda, em 2016, é o único país que se encontra numa situação económica melhor do que a registada em 2008, e a Espanha é o país que está mais próximo do PIB registado em 2008. Por outro lado, Portugal e a Grécia apresentam níveis de PIB inferiores.

Em termos de desemprego, durante as recessões a Espanha e a Grécia foram os países mais prejudicados, aumentaram a taxa de desemprego em 15,8pp e 15,2pp, respetivamente como se pode ver na Tabela 24, embora todos eles tenham sofrido desta problemática. Não obstante da boa redução da taxa de desemprego em Portugal, 8,1pp como é apresentado na Tabela 25, novamente a nível da recuperação a Espanha e Irlanda evidenciam-se dos demais com uma descida de 9,4pp e 9,2pp da taxa de desemprego, respetivamente, sendo também os países que verificaram maior aumento do número de empregados, como se pode ver na secção 3. Apesar de estarem em pontos de situação diferentes, uma vez que a Irlanda apresenta em 2017 uma taxa de desemprego de 6,1% e a Espanha regista uma taxa de 17,4%, tendo de continuar a promover bastante a sua diminuição. Relativamente à Grécia, denota-se pouca redução da taxa de desemprego e regista em 2017 ainda uma taxa superior a 20%.

Concluindo, a natureza das respetivas crises teve algum impacto na dimensão e duração das recessões económicas, mas foi mais determinante no processo de recuperação económica, sendo relevante tê-la em consideração para precaver futuras situações.

6 Conclusão

O objetivo desta dissertação é analisar o papel dos desequilíbrios externos na crise económico-financeira da Zona Euro. Identificar os fatores determinantes para os países terem a necessidade de recorrer a resgates financeiros e analisar a influência da natureza dos défices externos nos custos da recessão e na rapidez e robustez da recuperação.

A crise deveu-se essencialmente aos desequilíbrios externos fomentados pela globalização financeira, que ocorreu mais intensamente na Zona Euro devido à implementação do euro. Foi agravado pela equalização das taxas de juros e subsequente desvalorização dos riscos do endividamento e pela grande ligação entre o sector bancário e os estados, que originou a espiral diabólica. Quando os riscos inerentes foram percecionados pelos investidores, gerou-se um clima de desconfiança e estes ficaram reticentes o que originou o episódio de *sudden stop*, no qual existiu inversão de fluxos de capital. Os níveis de dívida pública, já elevados, dispararam e foram percecionados pelos mercados como insustentáveis, com o conseqüente aumento do prémio de risco dessas dívidas. É também importante ter em atenção as diferenças na natureza dos défices externos das quatro economias mais afetadas da Zona Euro.

De modo a observar os períodos mais economicamente conturbados, identificaram-se os períodos de recessão económica da Zona Euro e realizou-se uma análise panorâmica ao nível do PIB e do desemprego das quatro economias mais afetadas pelas crises: Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, tendo em consideração os ciclos económicos da Zona Euro. Salienta-se que, apesar de todos estes países terem sofrido graves custos económicos em termos de perda de PIB e de aumento da taxa de desemprego, foram afetados numa magnitude e em momentos diferentes. Através da identificação dos períodos de recessão económica de Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, pelo método em que define a recessão como dois trimestres consecutivos de contração do PIB, e da conseqüente análise do comportamento das variáveis macroeconómicas PIB e desemprego, durante os períodos de recessão e no período de recuperação, conclui-se que a diferença se fez sentir sobretudo nos ritmos de recuperação.

No estudo relativo aos episódios de resgate que ocorreram devido às recentes crises na Zona Euro, em que Portugal, Espanha, Irlanda, Grécia e o Chipre tiveram necessidade de recorrer a intervenção financeira, foram analisadas as variáveis

determinantes para o sucedido. A amostra considerada foram os países da Zona Euro (exceto a Malta) durante o período 2006-2013. Estimaram-se os modelos, em que a variável dependente é binária e distingue os países que recorreram a intervenção financeira dos restantes, pelos métodos de regressão: OLS e *logit*. Os resultados obtidos destacam a balança corrente, a poupança, o investimento, a posição líquida de investimento internacional e a dívida pública como variáveis estatisticamente significativas para a explicação da variável dependente: Resgatado.

Os desequilíbrios da balança corrente parecem ter, efetivamente, influência nos períodos de recessão ocorridos, uma vez que para além de todos os países resgatados da Zona Euro apresentarem défices de conta corrente e do saldo da balança corrente ser uma variável estatisticamente significativa para a probabilidade de um país recorrer a resgate financeiro, os resultados de uma regressão linear simples nos 19 países da Zona Euro sugerem que, de um modo geral, os países, que apresentavam médias de saldos de balança corrente mais elevados no período anterior à crise, foram os que obtiveram menos perda de PIB no período posterior, com a linha estimada a descrever uma trajetória ascendente.

Após se constatar a importância da poupança e do investimento nos modelos econométricos, deu-se mais ênfase à natureza dos défices externos dos países resgatados. Diferenciou-se Portugal e Grécia, cujo decréscimo da poupança não coincidiu com um aumento do investimento, da Espanha e da Irlanda, que em contrapartida aumentaram o investimento antes do despoletar da crise financeira internacional. Concluiu-se que, especialmente no período de recuperação, Portugal e Grécia apresentam mais dificuldades económicas, essencialmente refletido no menor crescimento de PIB, corroborando os resultados de Cavallo *et al.* (2018), que o processo de recuperação de uma crise financeira é mais prolongado e com maior perda de produto e de emprego quando resulta de quebras de poupança e não de aumentos do investimento.

7 Referências bibliográficas

Alexandre, F., Aguiar-Conraria, L., Bação, P. e Portela, M. “Poupança e Financiamento da Economia Portuguesa”. Lisboa, Imprensa Nacional - Casa da Moeda, 2017. ISBN 978-972-27-2528-6, Primeira edição, p.9–139.

Baldwin, R., Beck, T., Bénassy-Quéré, A., Blanchard, O., Corsetti, G., Grauwe, P., Haan, W., Giavazzi, F., Gros, D., Kalemli-Ozcan, S., Micossi, S., Papaioannou, E., Pesenti, P., Pissarides, C., Tabellini, G. e Mauro, B. (2015), “Rebooting the Eurozone: Step I - agreeing a crisis narrative”, *Policy Insight, Centre for Economic Policy Research*, 85(85), p.1–15. Disponível em: https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight85.pdf

Banco de Portugal (2017), “Boletim Económico Dezembro 2017”.

Banco Portugal (2017), “Boletim Económico Maio 2017”.

Blanchard, O. e Giavazzi, F. (2002), “Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?”, *Brookings Paper on Economic Activity*. Brookings Institution Press, p.147-186.

Borio, C. e Disyatat, P. (2011), “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?”, *BIS Working Papers*, (346), p.1–43.

Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M.; Reis, R., Santos, T., *et al.* (2016), “The sovereign-bank diabolic loop and esbies”, *American Economic Review*, 106(5), p.508–512. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/aer.p20161107>

Calvo, G., Izquierdo, A. e Mejía, L. (2004), “On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects”, *Working Paper 10520*.

Cavallo, E., Eichengreen, B. e Panizza, U. (2018), “Can countries rely on foreign saving for investment and economic development?”, *Review of World Economics*, 154(2), p.277–306. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10290-017-0301-5>

Chinn, M. e Ito, H. (2006), “What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions”, *Journal of Development Economics*, 81, p.163–192.

Centre for Economic Policy Research (2017), “Euro Area business cycle dating committee: a slow but steady Euro Area recovery”.

De Long, J. e Summers, L. (1991), “Equipment Investment and Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), p.445–502.

Dorgan, S. (2006), “How Ireland became the Celtic tiger”, *The Heritage Foundation Backgrounder*, June 23(1945), p.5–7. Disponível em: <http://www.heritage.org/research/reports/2006/06/how-ireland-became-the-celtic-tiger?ac=1>

- Eichengreen, B. e Panizza, U. (2016), “A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?”, *Economic Policy*, 31(85), p.5–49.
- Fernández-Villaverde, J., Garicano, L., e Santos, T. (2013), “Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone”, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), p.145–166. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/jep.27.3.145>
- Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L. (2009), “Business Cycles in the Euro Area”, *Working Paper Series*.
- Harding, D. e A. Pagan (2002), “Dissecting the cycle: A methodological investigation”, *Journal of Monetary Economics*, 49, p.365–381.
- Hobza, A. e Zeugner, S. (2014), “Current accounts and financial flows in the euro area”, *Journal of International Money and Finance*, 48(PB), p.291–313. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.05.019>
- Jappelli, T. e Pagano, M. (1994), “Saving, Growth, and Liquidity Constraints”, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(1), p. 83–109.
- Lafourcade, P, Gerali, A., *et al.* (2016), “Labour market modeling in the light of the financial crisis”, *ECB Occasional Paper*.
- Lane, P. (2013), “Capital Flows in the Euro Area”, *European Economy Economic Papers*.
- Lane, P. (2006), “The Real Effects of European Monetary Union”, *Journal of Economic Perspectives*, 20(4), p.47–66.
- Lane, P. (2009), “EMU and Financial Integration”, in *The Euro at Ten - Lessons and Challenges* (edited by Bartosz Mackowiak, Francesco Mongelli, Gilles Noblet and Frank Smets), *European Central Bank*, p.82–115.
- Lane, P. e Milesi-Ferretti, M. (2008), “The Drivers of Financial Globalization”, *American Economic Review (Papers & Proceedings)*, 98(2), p.327–332.
- Lane, P. e Milesi-Ferretti, G. (2014), “Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis”, *IMF Working Papers*, 14(151).
- Levine, R. (2001), “International Financial Liberalization and Economic Growth”, *Review of International Economics*, 9(4), p.688–702.
- Mankiw, G. “Macroeconomics”. New York, MacMillan Education, 2016. ISBN 978-1-319-15403-5. Ninth edition, p.183-208.
- Merler, S. e Pisani-Ferry, J. (2012), “Sudden stops in the Euro Area”, *Bruegel Policy Contribution*, (2012/06).
- Okun, Arthur M. (1962), “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, *Reprinted as Cowles Foundation Paper 190*.

- Palenzuela, D. e Dees, S. (2016), “Saving and investment behaviour in the euro area”, *ECB Occasional Paper Series*, (167).
- Perea, M. e Nieuwenhuyze, C. (2014), “Financial integration and fragmentation in the euro area”, *Economic Review (National Bank of Belgium)*, (June), p.99–125.
- Petrakos, G. (2014), “Economic Crisis in Greece. European and Domestic Market and Policy failures”, *Région et Développement*, 39.
- Pisani-Ferry, J., Sapir, A. e Wolff, G. (2013), “EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment”, *Bruegel Blueprint 19*, Bruegel Bl.
- Reinhardt, D., L. Ricci and T. Tressel. 2013. “International Capital Flows and Development: Financial Openness Matters”, *Journal of International Economics*, 91(2), p.235–251.
- Reinhart, C. e Rogoff, K. (2008), “This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises”, *Working Paper 13882*.
- Rua, A. (2017), “Datação dos ciclos económicos em Portugal”, *Revista de estudos económicos*.
- Schmukler, S. (2004), “Financial globalisation: Gain and pain for developing countries”, *Economic Review (Federal Reserve Bank of Atlanta)*, Q 2, p.39–66.
- Taylor, A. (2002), “A century of current account dynamics”, *Journal of International Money and Finance*, 21, pp.725-748.
- Taylor, J. (2015), “The Greek Economic Crisis and Lessons Learned”, *Committee on Foreign Relations United States Senate*.
- Wesselink, B., Bakkes, J., Best, A., Hinterberger, F. e ten Brink, P. (2007), “Measurement Beyond GDP”, *paper presented at Beyond GDP, Brussels*.
- Wolf, Martin, “As mudanças e os choques”. Lisboa, *Clube do Autor, S. A.*, 2014. ISBN 978-989-724-206-9, Primeira edição, p.11–228.
- Valla, N., Brand, T. and S. Doisy (2014), “A new architecture for public investment in Europe”, *CEPII, Policy Brief*, 4, July.
- Verbeek, Marno. “A Guide to Modern Econometrics”. Chichester, *John Wiley & Sons*, 2004. ISBN 0-470-85773-0, Second Edition, p.79–92.

8 Anexos

Tabela 26 Aplicação do algoritmo BBQ sobre o logaritmo do PIB real para a identificação das recessões económicas, para o período 2000-2017. O número “1” representa os picos e o “-1” as cavas.

Portugal		Grécia	
t	lgnp_p~t	t	lgnp_p~t
02q1	1	04q3	1
03q2	-1	05q1	-1
08q1	1	07q2	1
09q1	-1	13q4	-1
10q3	1	14q3	1
12q4	-1	15q3	-1

Irlanda		Espanha	
t	lgnp_p~t	t	lgnp_p~t
07q1	1	08q2	1
09q4	-1	09q4	-1
12q2	1	10q3	1
13q1	-1	13q3	-1

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do Eurostat. Dados extraídos a 12/04/2017.

Tabela 27 Taxa de crescimento média anual do PIB e desvios em relação à Zona Euro (pontos percentuais), 2000-2016

		2000-2007	2008-2009	2010	2011-2013	2014-2016	2008-2016
Portugal	Crescimento do PIB (média)	1,52	-1,39	1,90	-2,33	1,42	-0,40
	Desvio em relação à ZE (pp)	-0,73	+0,65	-0,19	-2,49	-0,32	-0,81
Espanha	Crescimento do PIB (média)	3,77	-1,23	0,01	-1,88	2,70	0,00
	Desvio em relação à ZE (pp)	+1,52	+0,81	-2,07	-2,04	+0,95	-0,41
Irlanda	Crescimento do PIB (média)	6,03	-4,28	1,80	1,55	13,02	4,11
	Desvio em relação à ZE (pp)	+3,77	-2,24	-0,29	1,40	+11,27	+3,69
Grécia	Crescimento do PIB (média)	4,04	-2,32	-5,48	-6,56	0,09	-3,28
	Desvio em relação à ZE (pp)	+1,79	-0,28	-7,57	-6,71	-1,65	-3,69
Zona Euro	Crescimento do PIB (média)	2,26	-2,04	2,09	0,16	1,74	0,41

Fonte: Cálculos do autor com base no The World Bank, a preços constantes relativamente ao ano base 2010. Dados extraídos a 01/03/2018.

Tabela 28 Taxa de desemprego média anual e desvios em relação à Zona Euro (pontos percentuais), 1990-2016

		2000-2007	2008-2009	2010	2011-2013	2014-2016	2008-2016
Portugal	Taxa de Desemprego (média)	7,30	9,75	12,00	15,03	11,78	12,37
	Desvio em relação à ZE (pp)	-1,15	+1,20	+2,00	+3,90	+1,33	+2,14
Espanha	Taxa de Desemprego (média)	10,30	14,60	19,90	24,10	20,90	20,50
	Desvio em relação à ZE (pp)	+1,85	+6,05	+9,90	+12,97	+10,45	+10,27
Irlanda	Taxa de Desemprego (média)	4,43	9,20	13,90	14,17	8,68	10,95
	Desvio em relação à ZE (pp)	-4,03	+0,65	+3,90	+3,03	-1,78	+0,72
Grécia	Taxa de Desemprego (média)	9,99	8,70	12,70	23,30	24,20	19,68
	Desvio em relação à ZE (pp)	+1,54	+0,15	+2,70	+12,17	+13,75	+9,45
Zona Euro	Taxa de Desemprego (média)	8,45	8,55	10,00	11,13	10,45	10,23

Fonte: Cálculos do autor com base nos dados do AMECO. Dados extraídos a 03/12/2017.