



Luiz Guilherme Lopes Moussatche

2010683

A divergência de crescimento entre Alemanha e Espanha no período pós-pandemia à luz do debate centro versus periferia da Zona do Euro

Monografia de Final de Curso

Orientador: Yvan Becard

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro, Novembro de 2024

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer minha família, namorada, amigos da vida, faculdade e trabalho. Obrigado por me apoiarem incessantemente, em todos os momentos. Aos professores, agradeço por me guiarem por todo o caminho vasto do conhecimento.

Nada se constrói sozinho.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	6
2	REVISÃO DE LITERATURA	9
3	DADOS E MÉTODO	12
4	PANORAMA	13
5	FATORES	18
	5.1 Demografia	18
	5.2 Estímulo estatal	20
	5.3 Competitividade Interna	25
	5.4 Competitividade Externa e Comércio Internacional	29
	5.5 Indústria e Energia	32
6	CONCLUSÃO	39
	Referências	41
	Lista de Figuras	43

Resumo

As particularidades de cada economia do Euro fazem com que os efeitos de choques econômicos recentes não sejam sentidos de forma igual. Nos anos subsequentes à pandemia, os países que tradicionalmente desempenhavam papel de protagonismo no crescimento da união monetária têm demonstrado maiores fraquezas, ao passo que as nações de renda média têm ganhado dinamismo. Tal fenômeno é relevante para uma possível mudança na estrutura hierárquica do continente olhando para o futuro. Nesse projeto, abordo a divergência de crescimento recente entre os dois maiores protagonistas positiva e negativamente dessa dinâmica. Seja por motivos cíclicos, seja por motivos estruturais, os dois países passam por momentos macroeconômicos diferentes. Sob esse prisma, a análise dos fatores para o sucesso da Espanha e o insucesso da Alemanha indica que vetores que atuam sobre ambos podem se prolongar para horizontes de tempo maiores, impactando os prospectos futuros de ambas.

1 Introdução

Apesar de constituírem uma área de moeda única, os países da Zona do Euro possuem heterogeneidades que, até os dias de hoje, ditam o funcionamento, a hierarquia e as relações dentro do Bloco. Dentre as nações que compõem a União Monetária Europeia (EMU), é possível identificar uma separação econômica e geográfica entre dois grupamentos diferentes: centro vs periferia da Zona do Euro. Nessa divisão, os países considerados centrais são aqueles que originalmente constituíram a Comunidade Econômica Europeia (CEE), à exceção da Itália. Tais países historicamente detêm a maior parte do parque industrial do continente, acumulando renda per capita maior e protagonismo geopolítico. Do outro lado, a chamada periferia da Europa é composta por países de renda média, que foram sendo agregados à Comunidade posteriormente. Itália, Espanha, Portugal, Grécia, entre outros países do Sul Europeu, são economias menos expressivas em manufatura e tecnologia e mais intensivas no setor de serviços. No geral, estas apresentam instituições mais instáveis e, portanto, desequilíbrios fiscais e externos mais expressivos, fatores que diretamente afetam a vulnerabilidade para crises.

Após a introdução do Euro, inicialmente em 1999 como moeda virtual e em definitivo em 2002, as particularidades de centro e periferia vieram à tona. O experimento da moeda única inaugurou ou intensificou interações macroeconômicas únicas dentro da região. A centralização do câmbio e da política monetária entre economias heterogêneas impuseram novos desafios ao Bloco. O aumento massivo da circulação de bens, negociados em uma única moeda, foi um dos fatores determinantes para a geração de desequilíbrios. Dessa forma, a concentração do parque industrial e da tecnologia europeia nos países do Norte determinou o acúmulo de déficits comerciais nos países do Sul. Por outro lado, o acúmulo de endividamento por parte das empresas e dos governos periféricos, devido à flexibilização dos fluxos financeiros. Inicialmente, devido a um ambiente de crescimento elevado, não houve grandes preocupações por parte dos agentes. No entanto, a Crise de 2008 representou um ponto de inflexão no crescimento, provocando uma contração abrupta em todas as economias europeias. Nesse ponto, a desigualdade de competitividade e produtividade, em um ambiente institucional mais frágil na periferia, suscitou a elevação assimétrica das preocupações dos mercados a respeito da trajetória da dívida de alguns países europeus. Tal fenômeno elevaria ao máximo os questionamentos acerca da capacidade dos governos de honrarem seus compromissos, promovendo uma crise de confiança que prolongaria a depressão nos países da periferia da Zona do Euro.

Em meio a tal situação crítica, a alternativa para o ECB, Comissão Europeia e demais instituições nacionais da União Europeia foi a criação de massivos pacotes de assistência financeira direta aos países abalados. Nesse sentido, inúmeros imbróglios políticos foram gerados que culminaram na abertura de debates a respeito da sustentabilidade da manutenção do bloco, dado que o Norte estaria em prejuízo ao financiar o Sul.

A pandemia foi um marco na economia global, uma vez que todos os países do mundo passaram, simultaneamente, por choques semelhantes. A Europa foi a primeira região do mundo ocidental a sofrer com a difusão massiva do vírus, sendo notório o caso italiano logo no início dos lockdowns mundiais. Inicialmente, as restrições de movimentação solaparam a atividade econômica, levando praticamente todas as economias imediatamente para território recessivo. As respostas de política econômica, tal como na maioria dos países do mundo, foram coordenadas: os bancos centrais, partindo de juros nominais já baixos, afrouxaram ainda mais as condições monetárias, enquanto os governos praticaram expansionismo fiscal nunca antes visto, de modo a tentar sustentar consumo e investimento de alguma forma.

Após mais de uma década de inflação controlada, a Zona do Euro viu seu índice de preços acelerar no fim de 2020. A causa principal marcante foi a ruptura das cadeias de suprimentos globais, uma vez que, durante o isolamento, muitas dinâmicas produtivas foram afetadas, reduzindo suficientemente a capacidade de oferta das firmas. Simultaneamente, as políticas de manutenção de emprego e renda familiar fizeram algum efeito para acelerar a demanda doméstica. Dessa forma, o desequilíbrio de oferta e demanda resultou em subida nos índices de preços. Inicialmente pensada como temporária, a subida da inflação se mostrou mais persistente do que o esperado, contaminando preços de serviços e potencializando salários nominais.

Em fevereiro de 2022, mais um choque somou-se a uma conjuntura já em desequilíbrio. Ignorando as pressões do Ocidente, a Rússia decide iniciar uma invasão militar em território ucraniano. Se não bastasse a inflação de bens crescente e o início de pressões salariais, as tensões políticas escaladas ao Leste abalaram um pilar extremamente importante da economia europeia: a energia fóssil advinda da Europa Oriental. A oferta russa de gás natural, o principal recurso energético de abastecimento do continente, foi quase que completamente interrompida. Dessa forma, o pass-through para o consumidor final foi rápido, resultando em elevação nas pressões inflacionárias. Os consumidores viram o custo da eletricidade e do aquecimento residencial explodirem. Indo além, a elevação dos preços da energia mostrou-se um

grande empecilho não só para os domicílios, mas também para o parque industrial, que é altamente dependente desse insumo.

É importante ressaltar que o período de turbulência macroeconômica e geopolítica foi sentido de forma diferente pelos países da EMU. Por um lado, a Alemanha foi extensivamente impactada pela crise energética iniciada por Putin. A economia alicerce da Zona do Euro se viu abalada, especialmente devido à alta dependência de energia a baixos preços. Ademais, o setor público austero nas contas públicas, a estrutura demográfica cada vez pior e a competição chinesa foram outros fatores determinantes para a estagnação alemã nos últimos anos. Não obstante, algumas economias europeias conseguiram atingir crescimento surpreendente, mesmo em um período conturbado. Recentemente, os países que constituem a periferia da Zona do Euro são justamente os que demonstram mais dinamicidade econômica. É o caso da Espanha, um país que, há 10 anos, saía de uma das maiores crises de sua história e, atualmente, é o país que mais cresce dentre as grandes economias do bloco europeu. Desse modo, alguns fatores como a recuperação rápida do setor de turismo, superando os níveis de atividade pré-2019, um choque de oferta de trabalho e o afrouxamento fiscal a colocaram como o principal outlier de crescimento em um continente estagnado. Para além dos indicadores cíclicos, alguns fatores estruturais colocam o país em melhor posição para o crescimento no médio prazo.

Nesse projeto, serão analisados os fatores comuns e dissonantes que impulsionam ou freiam as variáveis macroeconômicas de Alemanha e Espanha no período recente. O objetivo é detalhar individualmente alguns desses drivers, de modo que seja possível compreender suas causas fundamentais. Por fim, busca-se uma melhor compreensão acerca dos impactos que essas tendências podem representar para o futuro.

2 Revisão de Literatura

A agregação de economias com especificidades diferentes e em estágios diferentes de desenvolvimento mostrou-se um grande desafio prático. [Krugman \[2001\]](#), logo após a formação da EMU, descreveu como a romântica ideia da moeda comum ignora fatores determinantes que a levariam para o seu fracasso. A eliminação dos custos de transação provoca a concentração geográfica de indústrias e perda de diversificação, levando economias a estarem mais vulneráveis a choques tecnológicos e de demanda. Além disso, a mobilidade de fatores de produção, sobretudo trabalho, implica que locais com baixo custo de trabalho simplesmente perdem trabalhadores, ao invés de atrair indústria. Desse modo, não há nenhuma garantia de convergência de produto entre economias de um bloco de moeda única. Mais à frente, [Krugman \[2013\]](#) disserta sobre como o experimento do Euro de fato provocou desequilíbrios, estimulando crescimento nos países mais pobres, porém também elevando inflação e custo unitário do trabalho nesses países. Um ponto chave levantado pela literatura ([Johnston \[2012\]](#), [Höpner and Lutter \[2018\]](#)) Economias estruturalmente frágeis viram-se com preços e custos de trabalho elevados, porém incapazes de trazê-los para baixo, estando inutilizado, por exemplo, o canal de depreciação de câmbio. Consequentemente, desequilíbrios de conta corrente ([Johnston et al. \[2014\]](#)) acumularam-se nos países, devido à integração politicamente forçada de países com modelos de desenvolvimento divergentes: de um lado, economias superavitárias com viés exportador e industrial e, do outro, economias devedoras, movidas via demanda doméstica ([Shambaugh et al., 2012](#)).

A crise do subprime, iniciada em 2007-08 nos Estados Unidos, se transmitiu para o continente europeu, sobretudo para as economias deficitárias - lê-se as economias periféricas, de renda mais baixa. Nesses países, os desequilíbrios financeiros transmitiram-se para uma economia real já desequilibrada desde a instauração da Zona do Euro. O resultado causou crescimento negativo e déficits públicos altos, somados aos já altos déficits na conta corrente. O receio frente a um possível calote da dívida externa desses países dominou os mercados de capitais. [Juncker et al. \[2015\]](#) creditam o desequilíbrio na ausência de regras afirmativas de padrões de disciplina fiscal para os países do bloco, uma das teses que [Krugman \[2001\]](#) já apontara nos primórdios do Euro e que os países do núcleo desenvolvido da EMU passaram a defender mais assiduamente. [Gorea and Radev \[2014\]](#) afirmam que, mesmo não afundadas na crise, os problemas dos países periféricos eram de suma relevância para o centro, uma vez que um default de dívida soberana dentro da Zona do Euro

poderia ter consequências catastróficas à moeda comum. Nesse sentido, os países do centro tiveram que juntar esforços e recursos para assegurar o apoio aos periféricos, alterando estruturas e criando novas relações dentro do bloco econômico.

A Crise da Dívida Soberana Europeia foi um marco na história da EMU, uma vez que foi o primeiro grande empecilho econômico-político-social enfrentado pelo bloco já como área de moeda única. O momento histórico também foi responsável por aprofundar o debate acerca da dicotomia centro vs periferia da Zona do Euro, algo fundamental para o entendimento das dinâmicas dentro da região. Dando um passo atrás, encontra-se que essa denominação, originalmente, vem de acadêmicos pós-marxistas ([Wallerstein \[1974\]](#)), os quais a utilizaram para caracterizar as relações hierárquicas entre nações no contexto global. Posteriormente, foi utilizada no contexto da moeda única europeia para distinguir os países credores, de renda alta, e os países devedores, de renda média e protagonistas da crise.

Apesar da dissonância quanto às explicações de raízes, é de comum acordo concluir que os efeitos da crise aprofundaram as divergências macroeconômicas entre os dois grupos. Notadamente, uma das maiores consequências foi o processo de desindustrialização rápida da periferia ([Gambarotto et al. \[2019\]](#), [Di Bernardino et al. \[2021\]](#)), que concentrou-se ainda mais no setor de serviços. [Casau and Herrero \[2024\]](#) realizaram um estudo da matriz insumo-produto das indústrias de Alemanha e Espanha no período. O resultado registra que a economia alemã conseguiu manter o valor agregado de sua manufatura como proporção do PIB devido à competitividade externa e controle na inflação salarial. A ausência desses fatores foi fatal para a indústria espanhola, que perdeu espaço dentro do produto nacional. Em adição, a crise também degradou variáveis estruturais das economias: conforme [Botta and Tippet \[2022\]](#) a NAIRU das economias periféricas se elevou mais que o dobro em relação às nações centrais. A recuperação econômica pós-crise foi lenta e sofrida para tais países. Simultaneamente, a segunda metade da década de 2010 foi de estagnação econômica no centro da Zona do Euro. Mesmo com as taxas de juros no zero lower bound, poucos impulsos de investimento se desenvolveram no continente, provocando estagnação. Sobretudo na Alemanha, manteve-se uma postura forte de desalavancagem e austeridade que contribuiu para o crescimento tímido ([Tomeczek \[2020\]](#)). Ademais, a problemática da demografia e do envelhecimento da população ganhou palco ([Favero et al. \[2016\]](#)).

O choque pandêmico atingiu a Zona do Euro impiedosamente. No entanto, as consequências iniciais foram dissonantes entre os países. Evidências mostraram que o choque inicial foi assimetricamente devastador para o produto de economias

do Sul ([Gräbner et al. \[2020\]](#)), ainda que o bloco como um todo tenha caído em território recessivo. [Brooks and Fortun \[2020\]](#) fez o argumento de que as respostas dissonantes nas economias Espanha e Itália em relação à França e Alemanha ao choque pandêmico aprofundariam a divergência de crescimento para o futuro. No entanto, o que está sendo visto é o oposto: países

3 Dados e Método

O trabalho consiste em uma análise descritiva e qualitativa a respeito dos drivers e drags macroeconômicos entre os dois países. O objetivo é construir um painel de dados para desenhar o atual quadro comparativo das duas economias. Dessa forma, se construirá um quadro conjuntural das economias, composto por diferentes variáveis que impactam o crescimento do produto de cada país. A argumentação será fundamentada em pontos considerados chaves para a resolução do questionamento.

Para a realização deste trabalho, existem duas fontes de dados unificadas do Bloco Europeu: as bases de dados da Comissão Europeia, o Eurostat, e o data warehouse do Banco Central Europeu (ECB). Além disso, também utilizo as fontes dos institutos estatísticos nacionais INE (Espanha) e DEstatis (Alemanha). Ademais, as projeções utilizadas são baseadas no banco de dados "World Economic Outlook" do FMI. Em posse dos dados, construo visualizações que narram os desenvolvimentos de múltiplas variáveis que constroem o cenário das economias analisadas.

4 Panorama

Essa seção é dedicada à exposição dos fatores que contextualizam o cenário dissonante entre as duas economias. A figura 1 representa a série temporal do crescimento de ambas as economias no século. Desde a criação do Euro, em 1999, a Espanha fruiu de crescimento elevado, impulsionada pelos benefícios iniciais da criação da zona monetária comum. A integração do comércio e de capitais foi aproveitada pelos países da periferia do bloco, que, em geral, cresceram mais do que as nações centrais.

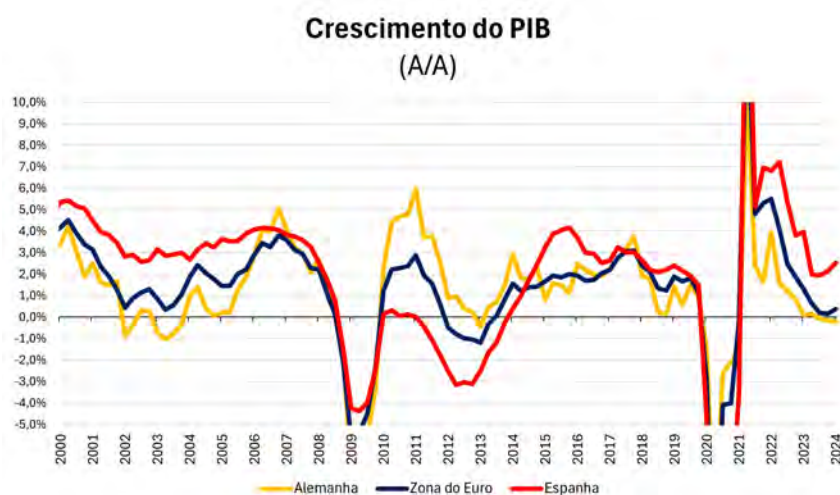


Figura 1 – Crescimento do PIB real acumulado em 4 trimestres. Fonte: Eurostat

A Crise Financeira Global e a subsequente Crise da Dívida Soberana trouxeram anos de recessão na Espanha. Simultaneamente, a economia alemã, que também viu crescimento negativo nos anos seguintes à criação do Euro, teve uma recuperação mais rápida no pós-crise. Contudo, ao fim da década de 2010, o país já demonstrava sinais de estagnação. Tal contexto já era marcado por fatores estruturais que atuavam como âncoras e, após os choques recentes, seguem contribuindo para que o crescimento alemão seja inexpressivo. O produto do país está estagnado praticamente no mesmo patamar das vésperas da pandemia, enquanto a economia espanhola mostra tendência significativamente mais acelerada em comparação à Alemanha e ao agregado da Zona do Euro, como mostra a figura 2. Mesmo controlando pelo crescimento populacional 3, que mecanicamente tem aumentado o produto espanhol, é notável a diferença recente na trajetória do PIB per capita de ambos os países.

A composição do PIB alemão (figura 4) demonstra que, desde o fim de 2022,

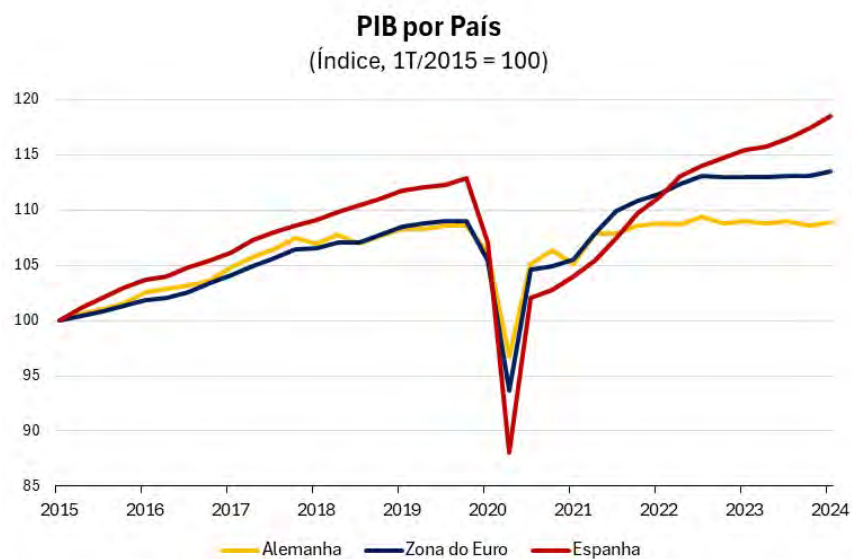


Figura 2 – PIB real em índice, ajustado sazonalmente. Fonte: Eurostat

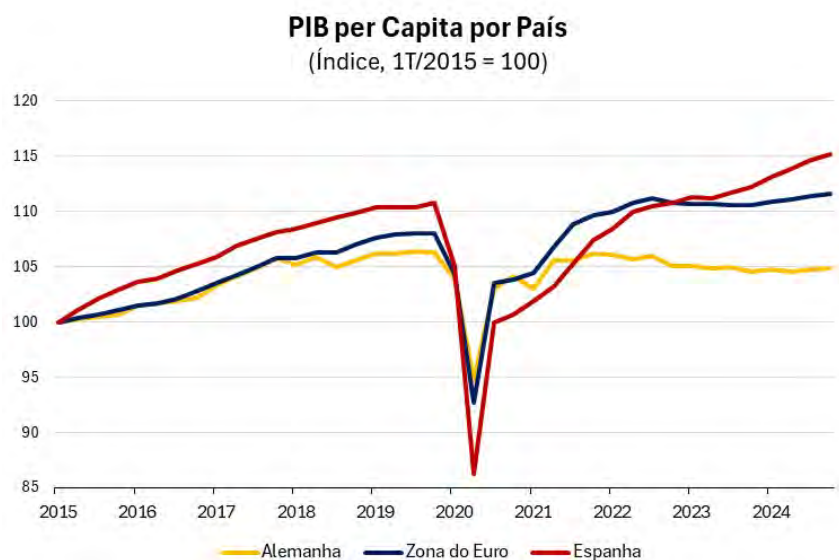


Figura 3 – PIB real per capita em índice, ajustado sazonalmente. Fonte: Eurostat

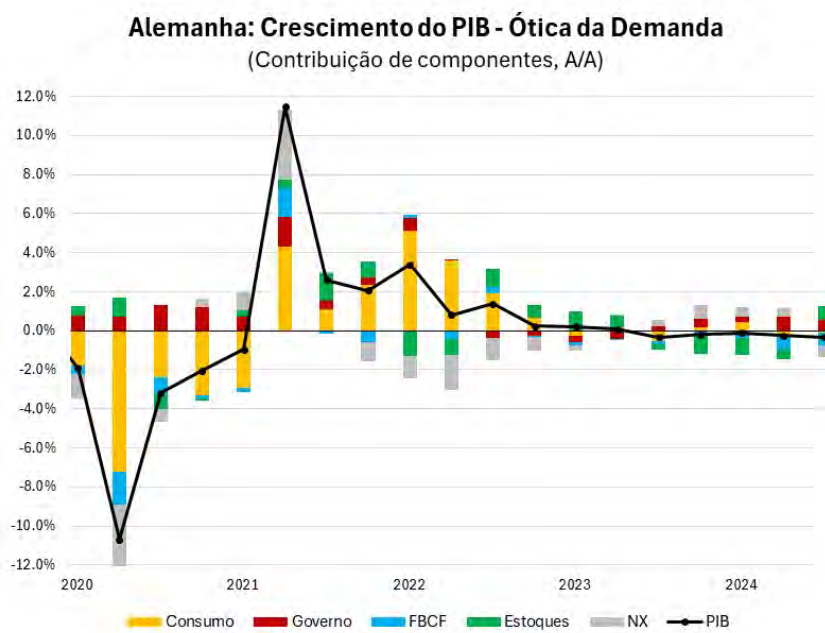


Figura 4 – Crescimento do PIB real alemão (acumulado em 4 trimestres), pela ótica da demanda. Fonte: DEstatis

não há praticamente impulso de demanda doméstica. Nota-se que o consumo praticamente não contribuiu para o crescimento recente, indicando baixa aptidão e confiança das famílias. De outro lado, o governo demonstra espaço apertado para estímulo, dado o acúmulo de déficits subsequente à pandemia. A rigidez fiscal alemã inibe a realização de medidas de magnitudes mais estimulantes. Ainda assim, entre os componentes C, I e G, investimento tem sido o grande detrator recente. Como será aprofundado nas seções a seguir, o parque industrial alemão vem sofrendo intensamente com a perda de competitividade, além de um declínio secular marcante nas indústrias motoras da economia alemã. Nesse sentido, o capital privado encontra-se em estado reprimido, ainda mais considerando um ambiente de juros mais altos.

Por outro lado, o crescimento do PIB na Espanha (figura 5) mostra uma imagem diferente, apresentando crescimento consistente entre 2 a 4% em relação ao ano anterior. Após 2020, a recuperação espanhola teve impulso forte de saldos positivos na balança externa, sobretudo puxado pela exportação de serviços protagonizada pelo boom de turismo pós-reabertura das economias. Não somente, o consumo permaneceu resiliente desde então, uma vez que a renda per capita está em crescimento. Nesse ponto, o mercado de trabalho espanhol, que segue criando vagas aceleradamente, contribui para a resiliência no consumo das famílias. Apesar disso, o componente de investimento praticamente ainda não contribuiu para a surpreendente performance. Um ponto a ser notado é que o parque industrial espanhol é

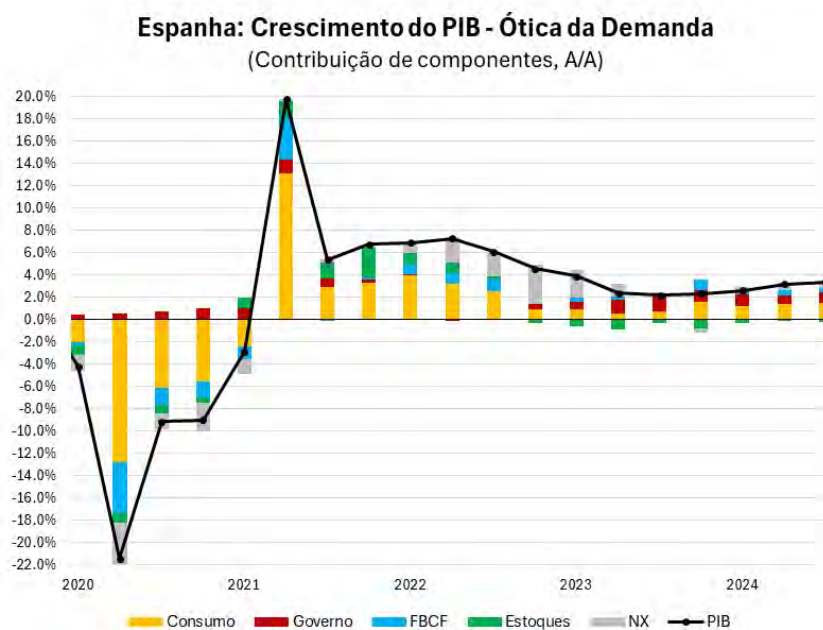


Figura 5 – Crescimento do PIB real espanhol (acumulado em 4 trimestres), pela ótica da demanda. Fonte: INE

pouco representativo dentro do continente europeu. Se por um lado isso representa uma fragilidade estrutural da economia espanhola, por outro demonstra que há bastante espaço para contribuição do componente I no crescimento futuro, sobretudo aproveitando-se de vantagens competitivas expostas ao longo da argumentação. Tal como o restante da periferia europeia, a Espanha tem uma economia pouco intensiva em indústria e com maior concentração no setor de serviços, algo que contribui para a liderança espanhola na geração de emprego dentro do Bloco.

Uma boa métrica-síntese para avaliar o momentum das economias europeias é a pesquisa de Sentimento Econômico da Comissão Europeia, que nos dá o panorama do grau de otimismo dos agentes em relação às condições econômicas dos países. Em geral, quanto mais otimistas estão os agentes de uma economia, maior a aptidão para a realização de investimentos, maior a propensão para o consumo das famílias e mais favorável o ambiente para negócios. Desse modo, é visível na figura 6 a divergência entre os países analisados. Os agentes alemães demonstram percepção pessimista frente à ausência de drivers relevantes de crescimento. Em compensação, a métrica para a Espanha está notadamente descolada do agregado da Zona do Euro, mantendo-se em destaque positivo frente aos demais.

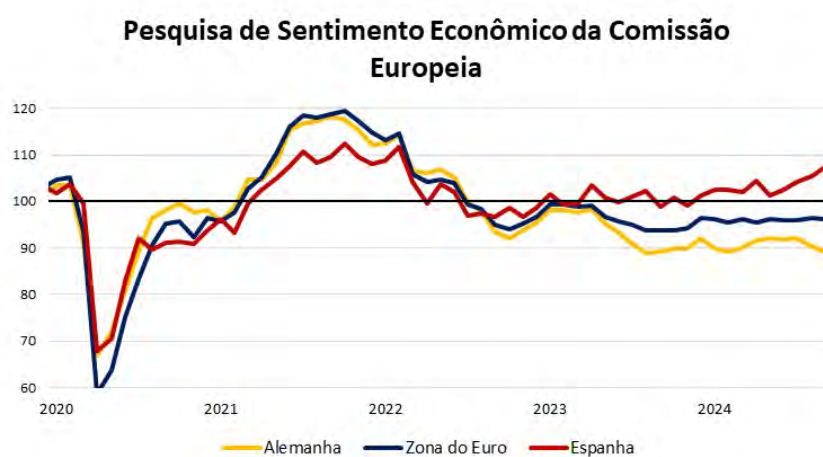


Figura 6 – Pesquisa mensal de Sentimento Econômico da Comissão Europeia. Valores acima de 100 representam grau otimismo e, abaixo, pessimismo. Fonte: Eurostat.

5 Fatores

5.1 Demografia

O tema demográfico é crucial na discussão do futuro do continente europeu. O processo marcante de envelhecimento geral da população está em curso, pondo em dúvida a sustentabilidade do crescimento da região no futuro. O maior risco se concentra na diminuição da população em idade ativa e, em consequência, na redução da força de trabalho nacional. O problema se agrava com a ebulição social em torno do tema da imigração. Nos últimos anos, discursos anti-imigração têm ganhado muita força ao redor do continente, traduzindo-se em ganhos de popularidade de partidos extremistas como a AfD na Alemanha, Vox na Espanha, entre outros. Em geral, tal movimento tem tornado governos cada vez mais dispostos a inibir os influxos populacionais. A situação torna-se uma grande problemática à medida que o processo de envelhecimento da pirâmide demográfica europeia evolui e a força de trabalho não tem vetores internos de renovação. Em meio à tendência comum de envelhecimento da população, algumas particularidades demográficas de cada país contribuem para o diferencial de crescimento.

Apesar de ambas estarem vivenciando o envelhecimento progressivo da população, Espanha e Alemanha apresentaram dinâmicas populacionais diferentes nos últimos anos (figura 7), as quais têm grande influência no ciclo econômico corrente. Do lado espanhol, o país vem recebendo intensos influxos migratórios desde o início da pandemia. Tal fenômeno é um dos responsáveis pela performance recente destacada da economia espanhola. A população nova adicionou um choque de oferta significativo na força de trabalho, possibilitando crescimento de emprego fora do comum. A dinâmica é favorecida ao passo que a recuperação do setor de serviços, o qual é responsável pela maior parte do produto interno da economia nacional, mostra-se em curso, sobretudo no setor de turismo. Logo, os entrantes têm conseguido alocações em um mercado de trabalho pujante, mas que, ao mesmo tempo, possui um grau de ociosidade ainda bastante elevado, uma vez que a taxa de desemprego espanhola é superior às principais economias da Zona do Euro.

Observando o lado esquerdo da figura 7, observamos um influxo notório de estrangeiros na Alemanha, porém concentrado somente de 2022 para 2023. Em grande parte, o movimento é explicado pelo influxo de refugiados ucranianos, sobretudo mulheres e crianças, que buscaram asilo no país. Nesse sentido, o influxo migratório

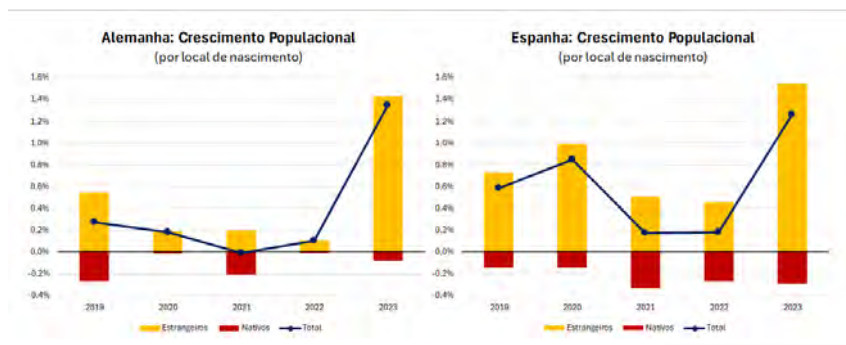


Figura 7 – Crescimento populacional anual por local de nascimento (Dados correspondem a população em 1/janeiro do ano reportado). Fonte: Eurostat

não traduz-se em crescimento econômico e geração de emprego, como vê-se no caso espanhol, uma vez que os perfis migratórios de cada país são dissonantes e a adaptabilidade de estrangeiros no mercado também. A figura (8) retrata esse panorama, indicando o gap significativo entre a taxa de participação da população europeia na Alemanha e a de estrangeiros. Naturalmente, a integração de um refugiado de guerra no mercado de trabalho nacional, no geral, dispensa mais tempo e recursos do que a de imigrantes voluntários. Considerando barreiras culturais e linguísticas, além da proporção de gênero assimétrica dentre os entrantes, ainda não é possível perceber efeitos na oferta de trabalho alemã. Por outro lado, o volume migratório espanhol é composto em grande parte por latino-americanos, fato que implica na superação facilitada do entrave do idioma, e, portanto, mais facilmente incluído na força de trabalho. Dessa forma, explicam-se os maiores graus de participação da população estrangeira. Considerando o curto prazo e, tendo-se em vista que a população nativa já está decrescendo em ambos os países, torna-se ainda mais fundamental a acomodação de indivíduos estrangeiros no mercado de trabalho.

Tendo-se em vista um cenário de prazo mais alongado, a figura 9 demonstra que, apesar de ambas seguirem formatos, a projeção demográfica espanhola mostra-se razoavelmente mais favorável nos próximos anos em comparação com o cenário alemão. A Comissão Europeia projeta que, já em 2028, a população alemã deve começar a decrescer, enquanto que o ponto de inflexão espanhol será mais à frente. Nesse sentido, o declínio iminente da população e, conseqüentemente, da força de trabalho tende a impactar substancialmente o crescimento potencial da população germânica em um futuro próximo, sobretudo em um ambiente de produtividade do trabalho estagnado. Em contrapartida, o crescimento populacional espanhol projetado ainda demonstra algum espaço para impulsionar o produto potencial, ainda que com a ressalva de que a tendência de longo prazo siga o caminho do inverno demográfico.

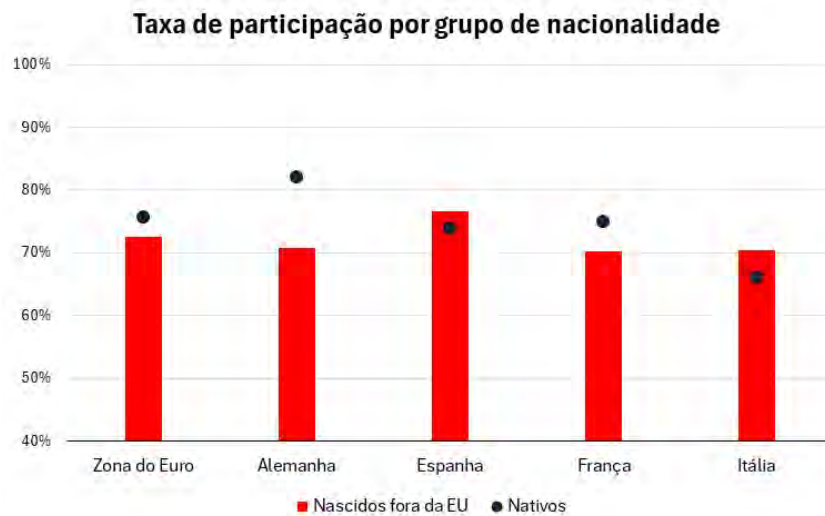


Figura 8 – Taxa participação dividida por grupo de nacionalidade (Dados do 2T/2024). Fonte: Eurostat

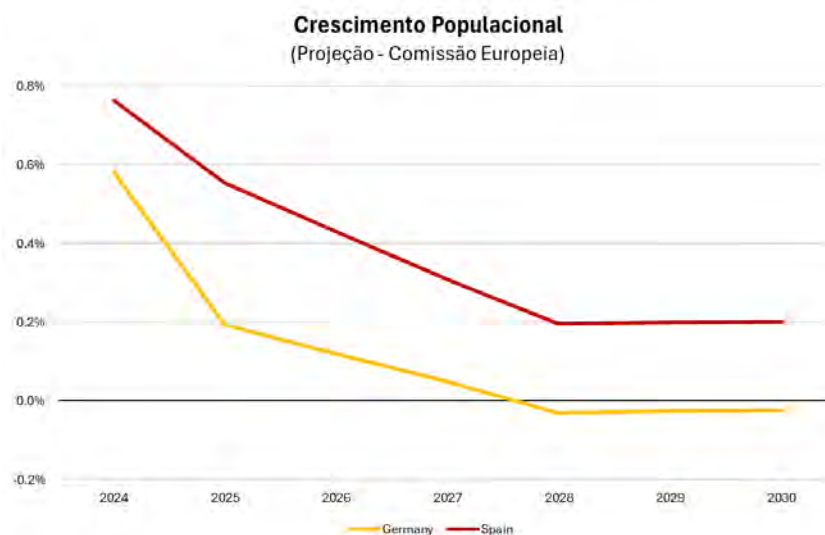


Figura 9 – Crescimento populacional projetado pela Comissão Europeia nos próximos anos. Fonte: Eurostat

5.2 Estímulo estatal

A pandemia impôs a todos os governos a necessidade emergencial de expandir os gastos públicos. Simultaneamente, todos os países foram forçados a dispendiar recursos a fim de amortecer os impactos recessivos do isolamento social. O que viu-se mundo afora foram pacotes fiscais de magnitudes nunca antes experimentadas, mirados tanto na assistência às firmas impactadas quanto diretamente voltados para a manutenção de renda e consumo das famílias. Logo, a esfera fiscal é chave para

analisarmos a performance das economias ao longo do processo de recuperação.

Nesse contexto, ao compararmos a divergência entre as duas economias analisadas, é de suma relevância mensurar o impacto do estímulo estatal como fomentador de crescimento do produto nacional. A figura 10 retrata como o governo espanhol é responsável por uma boa parte do crescimento extraordinário do país nos últimos anos. Podemos observar que, em um ambiente de estagnação do setor privado em níveis abaixo do pré-pandemia, o investimento público cresceu marcadamente, sobretudo desde o fim de 2023, tendo atingido patamar 50% maior que o de 2019. Por outro lado, o investimento público alemão demonstrou crescimento bem tímido e não foi suficiente para substituir e nem estimular o investimento privado que, por razões a serem comentadas, segue bastante reprimido.

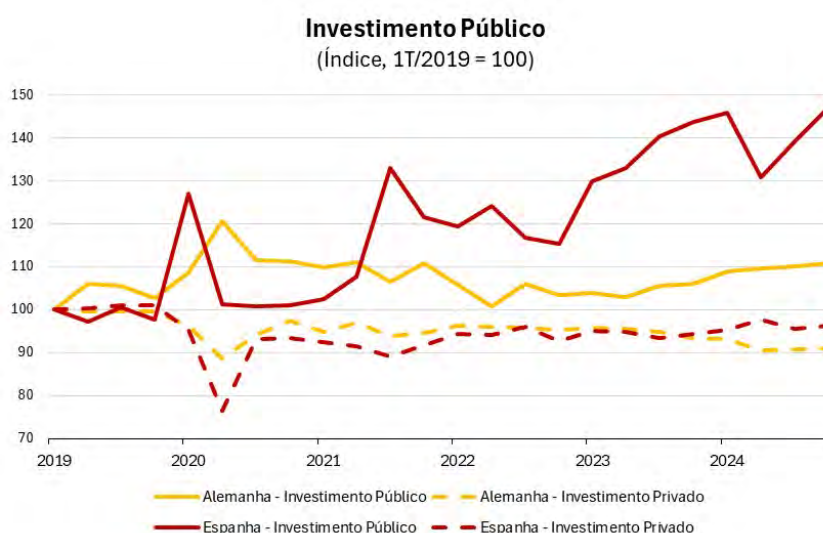


Figura 10 – Subcomponente de investimento público dentro do componente de gastos do governo nas contas nacionais. Fonte: Eurostat

Pela figura 11, observamos que, mesmo às vésperas de 2020, as contas nacionais do governo espanhol já mostravam-se bastante negativas. Naturalmente, ambos os países passaram por uma deterioração de seus balanços fiscais, devido ao emprego massivo de recursos públicos na pandemia. Nesse processo, o déficit espanhol sempre esteve significativamente maior que o alemão. Nota-se que as regras de vigilância das contas públicas impostas pela Comissão Europeia foram suspensas após a eclosão da pandemia e novamente após o início da invasão à Ucrânia, a fim de permitir que os governos dispusessem de recursos para enfrentarem situações extraordinárias. No ano de 2024, as normas fiscais voltaram a imperar com o limite máximo de 3% do PIB, meta que provavelmente o governo espanhol não deve alcançar no próximo resultado e que, de acordo com projeções do FMI, não deve ser superada nos próximos

anos. O artigo anual de monitoramento fiscal dos países da UE ([Commission \[2024\]](#)), realizado pela Comissão Europeia, categorizou a Espanha como tendo um risco fiscal moderado, no limiar para tornar-se alto. Considerando a situação fiscal corrente e os custos projetados decorrentes do envelhecimento da população, seria necessário um superávit primário estrutural de 6% do PIB para estabilizar o estoque da dívida no longo prazo. Em contrapartida, a estimativa é de 2% para a Alemanha, elucidando o diferencial na situação fiscal corrente de ambos.

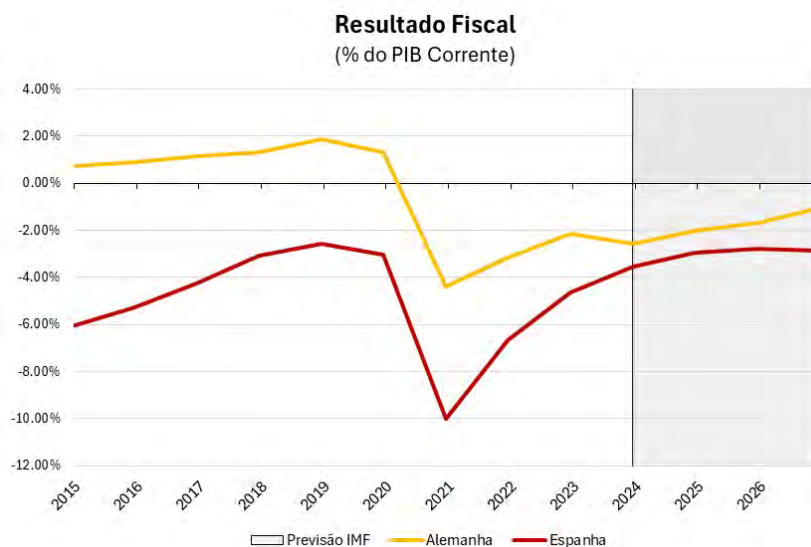


Figura 11 – Resultado nominal do governo como porcentagem do PIB corrente (Receitas - Despesas). Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24)

Com o objetivo de estimular a recuperação econômica dos países, a União Europeia criou o programa Next Generation EU, um pacote de €750bi que consiste na alocação de recursos para economias europeias por meio de transferências diretas e empréstimos. O principal braço do plano é o RRF (Recovery and Resilience Facility), no qual as economias mais frágeis do bloco econômico recebem fundos sob condicionalidades em metas de sustentabilidade, digitalização e manutenção do Estado de Direito. A elaboração da distribuição das transferências considerou a magnitude do choque pandêmico nas economias e a fragilidade das economias. Sob esse prisma, a Espanha foi e será um dos países mais alavancados pelo programa, obtendo transferências que somam mais de 10% do PIB ([de Hacienda y Función Pública \[2023\]](#)). Inversamente, a Alemanha fruirá de apenas cerca de 1% de seu PIB em recursos do pacote ([Bundesfinanzministerium \[2023\]](#)). Ainda assim, nota-se que o governo alemão movimentou-se politicamente em prol da aprovação do NextGen EU com magnitude significativa, uma vez que a resiliência do mercado consumidor interno europeu é crucial para a economia alemã.

Uma das métricas utilizadas para mensurar o impacto da política fiscal no crescimento econômico é o chamado impulso fiscal. Dentre os diversos métodos utilizados por macroeconomistas para medi-lo, um dos mais populares é a métrica do FMI (Mansur et al. [1986]), a qual considera a diferença entre os déficits estruturais (déficit corrente subtraído do déficit considerado cíclico) de um ano para o outro, como proporção da estimativa de PIB potencial do país. Nesse sentido, a fim de mensurar o impacto estimado da política fiscal interna e dos fundos provenientes da UE, a figura 12 mostra a projeção do FMI para a sua métrica de impulso fiscal de cada país, somadas ao cronograma de utilização dos recursos do NGEU previsto pelos planos orçamentários de 2024 (publicados em 2023) dos dois países. Pode-se compreender que o impulso do ano de 2024 e dos anos subsequentes será significativamente maior na Espanha, especialmente devido ao recebimento dos fundos do programa. Simultaneamente, a projeção de um maior esforço alemão para a acomodação da trajetória fiscal (13) e a menor magnitude de recebimentos do NGEU resultam em projeções de impulso fiscal negativo para os próximos anos.

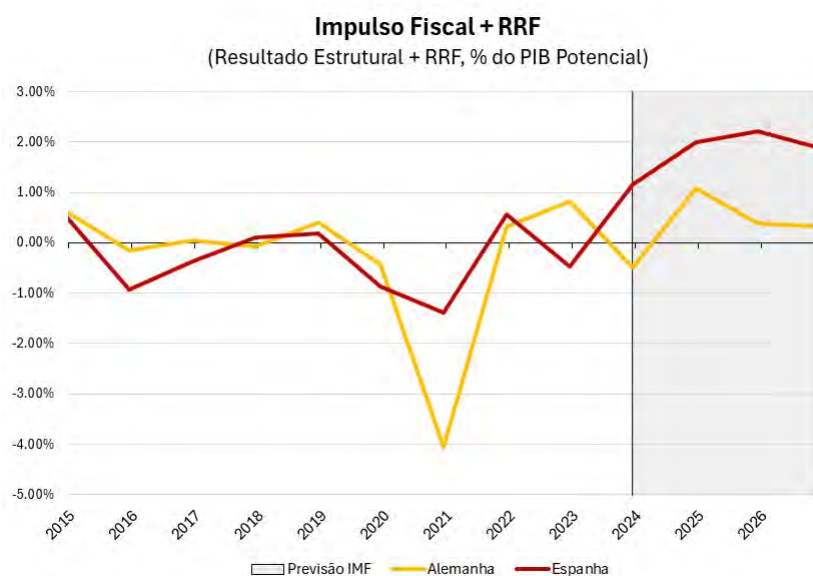


Figura 12 – Impulso fiscal de acordo com a métrica do FMI. Equivale ao oposto da diferença entre o resultado estrutural do governo do ano corrente e do ano anterior, como porcentagem do PIB potencial. Quanto mais positiva a métrica, mais impulso para crescimento. Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24). Planos orçamentários nacionais para 2024.

À luz de tal dicotomia no panorama, é possível compreendermos, em partes, que o afrouxamento fiscal espanhol é responsável por impulsionar parte relevante da surpresa no crescimento espanhol. Enquanto isso, o governo alemão, ao menos por enquanto, optou por manter uma política fiscal mais controlada, após déficits

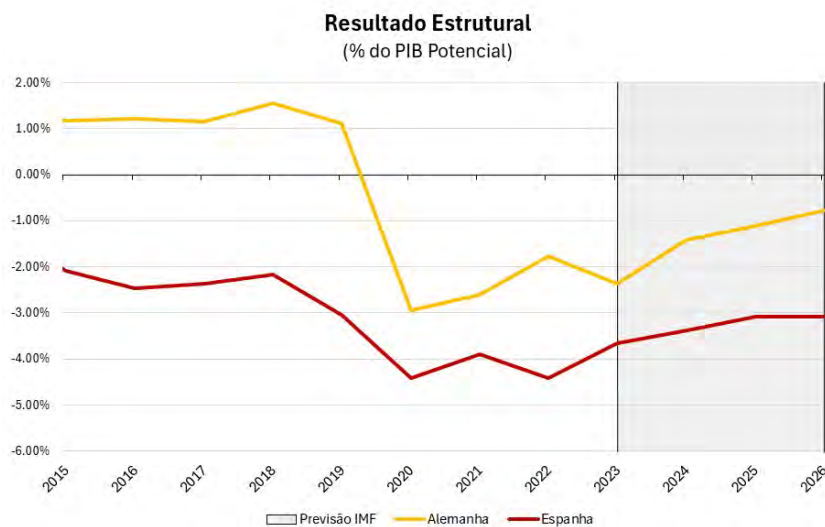


Figura 13 – Métrica do FMI de resultado estrutural para cada país. Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24).

pronunciados demandados pelo período da pandemia. Tal situação evoca os debates do início da década passada, acerca de trajetórias fiscais insustentáveis nos países da periferia da Zona do Euro, contrapondo o maior senso de responsabilidade apresentado pelas economias centrais. A Crise da Dívida Soberana deixou como legado uma maior vigilância por parte das autoridades supranacionais da União Europeia em relação ao equilíbrio das contas públicas de seus membros. Ainda assim, as projeções não apontam conformidade do fiscal espanhol com os requerimentos mínimos da Comissão Europeia. Nesse sentido, observamos duas categorias de riscos para a Espanha. Em um primeiro caso, a continuidade de uma conjuntura fiscal questionável coloca em risco a credibilidade do país, impactando os mercados financeiros e o influxo de capitais. De um outro lado, um ajuste abrupto nas contas espanholas a fim de garantir a estabilidade da dívida pode solapar o investimento do setor público, que traduziu-se em impulso fiscal para o crescimento do PIB. Assim, os avanços nos pilares estruturais da economia, tal como no investimento privado - que ainda se mostra reprimido - são essenciais para que não se crie uma relação de dependência estrita entre crescimento e gasto público. Ao mesmo tempo, os recursos do NGEU são uma oportunidade para manter impulsos de investimento em projetos de transformação do produto potencial espanhol sem dispêndio dos cofres nacionais.

5.3 Competitividade Interna

Um ponto crucial para o entendimento da União Monetária Europeia é a dinâmica salarial dos membros do bloco. Desde a criação da moeda única, grande parte da literatura acadêmica entende que as disparidades de desempenho macroeconômico dos países-membros do Euro residem nas diferentes trajetórias do custo do trabalho de cada nação. Em específico, o debate é relevante para compreender a hierarquia de competitividade entre as nações do centro e da periferia da Zona do Euro. O assunto ganhou ainda mais relevância no contexto da que leva à Crise da Dívida Soberana.

Isso ocorreu porque as economias do norte possuíam parques industriais sólidos e modelos orientados para exportação, enquanto as nações do sul concentravam grande parte de seu PIB na demanda doméstica. Nesse processo, um ponto de máxima relevância foi que os países do PIIGS careciam de instituições capazes de controlar as dinâmicas salariais. Logo, a combinação de endividamento crescente e produto acima do potencial criou um ambiente de inflação e desordenamento dos salários, agravando o desequilíbrio em conta corrente das economias periféricas, pois o crescimento era, sobretudo, concentrado em setores pouco produtivos. Esse cenário gerou um grave desalinhamento entre o crescimento da produtividade e o dos salários, fator crucial para a perda substancial de competitividade dentro da união monetária comum.

Na figura 14, podemos observar a trajetória, em nível, do custo unitário de trabalho de Alemanha e Espanha desde a adoção do Euro. Essa variável representa a razão entre a compensação dos empregados e o produto, capturando assim a interação entre custos do trabalho e produtividade por hora. Devido ao fenômeno mencionado, pode-se observar que, nos anos seguintes à criação da moeda comum, formou-se um gap significativo, o qual configurou o desequilíbrio do bloco durante as duas primeiras décadas do século atual. Aqui coloca-se o ponto de que o crescimento salarial espanhol crescia descolado da sua produtividade, implicando em custos de trabalho mais elevados e prejudiciais. Por esse motivo, a economia alemã fruiu de benefícios competitivos com a introdução da moeda comum, estabelecendo-se como o núcleo produtivo do bloco.

Contudo, as evoluções subsequentes à Crise alteraram o panorama. Em consequência da recessão, o produto espanhol decresceu e o mercado de trabalho deteriorou-se rapidamente. Em meio a um contexto econômico engessado, havia poucos vetores

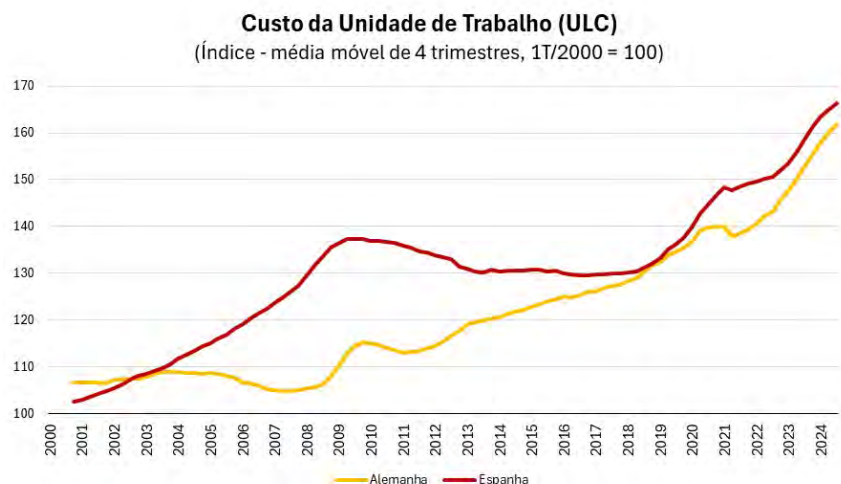


Figura 14 – Índice do Custo Unitário do Trabalho Nominal (ULC), baseado em horas trabalhadas. Fonte: Eurostat

de inflação salarial, uma vez que a demanda encontrava-se extremamente reprimida e o desemprego acima do seu nível estrutural. A prevalência da oferta de trabalho frente à demanda causou estagnação nos salários e, conseqüentemente, nos custos unitários de trabalho. Nesse sentido, observa-se a ULC alemã, cuja economia sofreu menos com a Crise, alcançando a espanhola em nível.

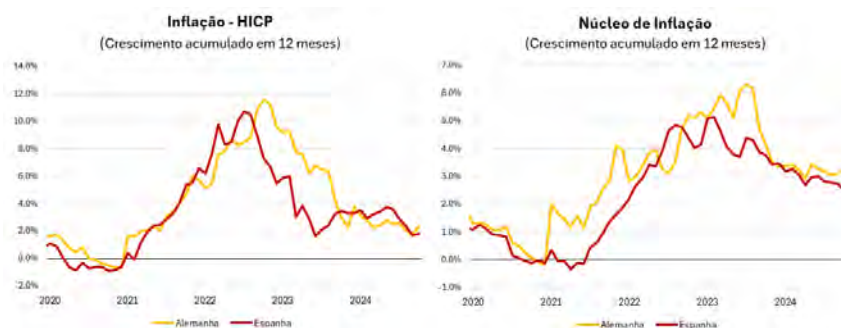


Figura 15 – Inflação e núcleo acumulados em 12 meses. O Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (HICP) é uma medida de padronizada de inflação criada pela Comissão Europeia, de modo a tornar possível a comparação entre países. Fonte: Eurostat

O período após a pandemia foi caracterizado pelo surto inflacionário (figura ??) iniciado pelas disrupções nas cadeias globais de suprimentos e agravado pela elevação dos preços de commodities energéticas após o início da Guerra da Ucrânia. A aceleração do nível de preços também incorre em pressões salariais, uma vez que os trabalhadores observam seu poder de compra se degradar e, portanto, demandam aumentos nominais. Nesse sentido, justifica-se a aceleração simultânea das ULCs de ambos os países. No entanto, é relevante mencionar que, apesar do movimento

conjunto, a economia alemã encontra-se estagnada em hiato negativo, enquanto a Espanha cresce acima de seu potencial. Diferentemente do que ocorreu no início do século, não há indícios de uma abertura de um gap entre o custo unitário da hora de trabalho por unidade de produto entre ambos os países, mesmo considerando o diferencial de crescimento. Pelo contrário, a taxa de crescimento na Espanha encontra-se inferior à da Alemanha, como revela a figura 16.

Dentre as explicações, pode-se comentar que a imigração, adicionando oferta de trabalho à economia espanhola, é um fator positivo para a contenção das pressões salariais. Ademais, a figura ?? exibe que a inflação espanhola cedeu mais cedo do que ocorreu na Alemanha, tanto no índice cheio, quanto no núcleo. Do outro lado, as pressões salariais e um mercado de trabalho escasso em mão de obra indicam que a economia alemã perdeu parte de sua capacidade de contenção do crescimento dos salários nominais. Tal situação tende a se agravar, haja vista que o problema demográfico incorre em ainda mais desequilíbrios entre oferta e demanda de trabalho, resultando em salários mais pressionados.

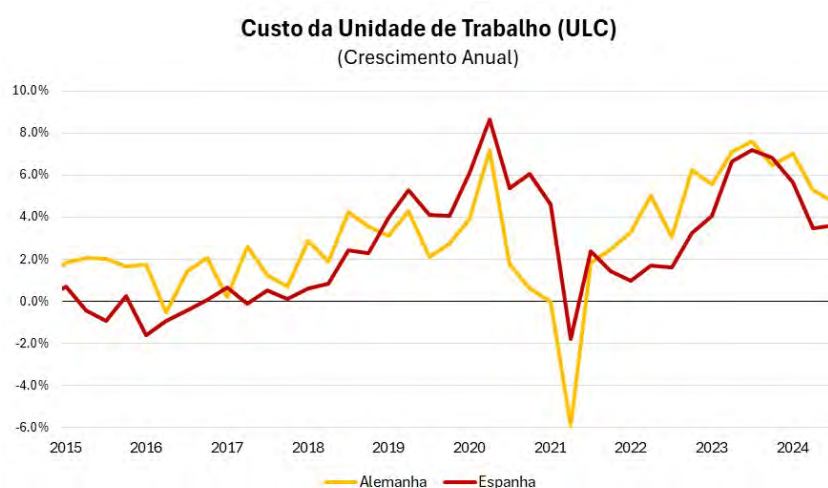


Figura 16 – Crescimento anual (acumulado em 4 trimestres) do Índice de Custo Unitário do Trabalho Nominal. Fonte: Eurostat

Similarmente, a evolução da produtividade por hora também tem se mostrado mais desfavorável para a economia alemã. A figura 17 mostra que a série, em nível, está estagnada. Enquanto isso, a produtividade espanhola encontra-se em tendência de crescimento, de forma que o crescimento acumulado de produtividade espanhol desde a data de referência do índice ultrapassou o alemão. De todo modo, é notório que os graus de complexidade e tecnologia alemães são superiores aos encontrados na economia espanhola, devido ao modelo de crescimento que ambas adotaram historicamente. No entanto, há argumentos para dizer que o bônus de

produtividade e competitividade salarial que a Alemanha havia adquirido em relação à Espanha, desde a criação do Euro, pode ter se esgotado, possibilitando com que as duas economias se aproximem em termos de convergência. Ainda assim, mantém-se a ressalva de que a economia espanhola depende da continuidade de reformas estruturais de modo que o crescimento produtivo possa se prolongar.

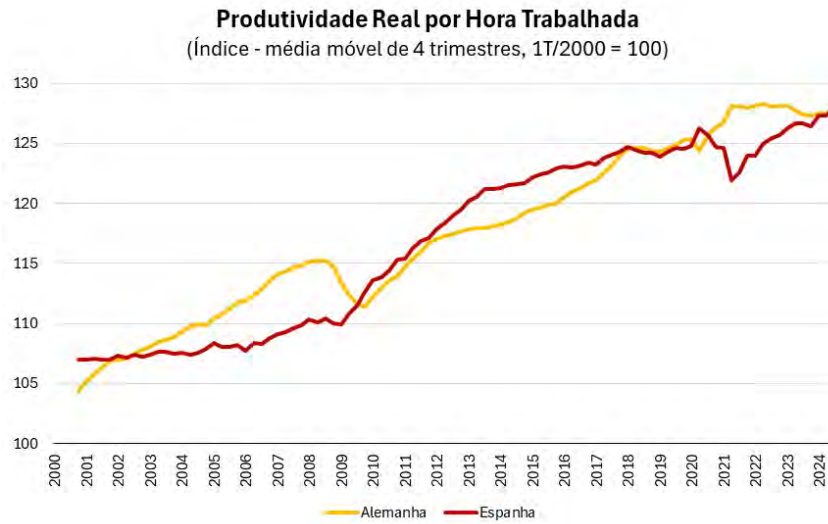


Figura 17 – Índice de Produtividade (Produto por hora trabalhada). Fonte: Eurostat.

5.4 Competitividade Externa e Comércio Internacional

Durante as primeiras décadas subsequentes à abertura econômica da China, as indústrias chinesas se colocaram de forma complementar às economias ocidentais. Fruindo dos baixos custos de mão de obra, a economia chinesa ocupou espaço na cadeia global em setores manufatureiros de baixo valor agregado, uma vez que sua posição era de grande distância para a fronteira tecnológica da época. Enquanto isso, as forças produtivas de ponta eram concentradas no Bloco Ocidental. No entanto, sempre foi parte central do projeto nacional do Partido Comunista a escalada do parque industrial chinês na cadeia de valor, de modo a trazer o país para os estágios mais avançados da economia global. A ideologia nacional pressupõe a modernização técnico-científica para os setores que abarcam as novas forças produtivas e o ganho de autossuficiência econômica. O que foi observado, sobretudo nos últimos anos, é que tal modelo econômico-ideológico foi bem-sucedido em realizar o catch-up com as nações desenvolvidas.

A expansão recente tanto quantitativa, quanto qualitativa da indústria chinesa tem sido disruptiva para o Ocidente. As principais transformações que encontram-se em curso abarcam, sobretudo, os setores de semicondutores, telecomunicações, energias renováveis e veículos. Nesse processo, as novas manufaturas chinesas permitiram que diversos bens intermediários ou de consumo antes importados fossem substituídos por produção nacional. Não somente, a China torna-se cada vez mais relevante como fornecedora de alta tecnologia para o resto do mundo. Durante esse fenômeno, o modelo econômico alemão foi um dos mais comprometidos dentre todo o Bloco Europeu, abalando suas tradicionais bases. Conforme mostra a figura 18, a economia do país, devido ao seu viés manufatureiro-exportador, é a que mais depende do comércio com a China em um passado recente, com uma grande distância para o restante. Nesse sentido, o ganho de autossuficiência chinês é um duro golpe para diversos setores fundamentais da economia alemã, tendo como destaque o enfraquecimento da indústria de automóveis a combustão, um dos alicerces germânicos históricos. Como a figura 19 mostra, a produção de veículos representou quase 20% do valor agregado de toda a manufatura alemã, no período descrito.

O enriquecimento per capita da população chinesa de classe média/alta, intensificado a partir da virada do século, tornou a China um dos mercados consumidores mais relevantes para a indústria automobilística alemã. Uma vez que BMW, Mercedes Benz, entre outras, eram as montadoras mais consideradas internacionalmente em termos de padrão de qualidade, as exportações de veículos à combustão para

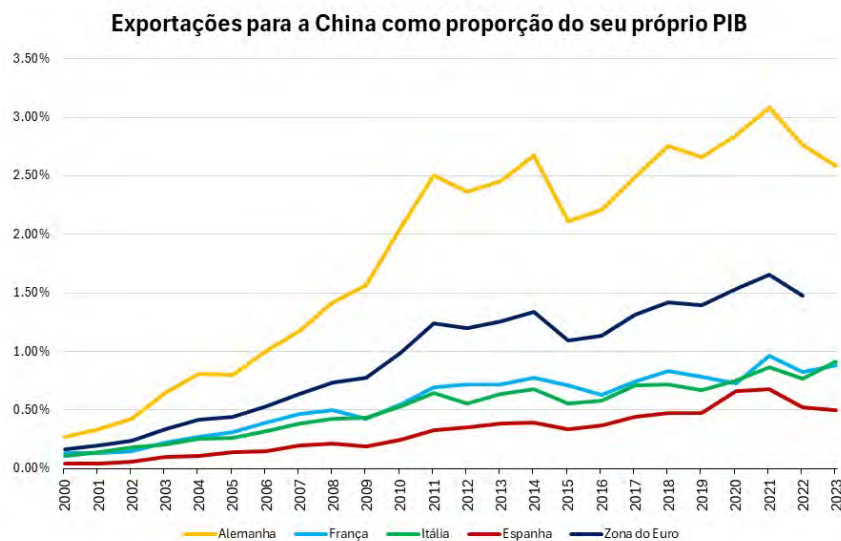


Figura 18 – Exportações direcionadas à China como percentual do PIB nacional. Fonte: Eurostat.

a China cresceram significativamente, passando a representar uma parte expressiva do produto interno alemão. No continente asiático, proliferava-se a cultura da associação dos carros europeus com status e luxo, pronunciando os superávits comerciais alemães nessa via de comércio. Contudo, observa-se que esse comércio Alemanha-China de automóveis tem se enfraquecido. Nesse sentido, duas tendências são essenciais para entendermos o impacto da competitividade externa na saúde estrutural da indústria alemã.

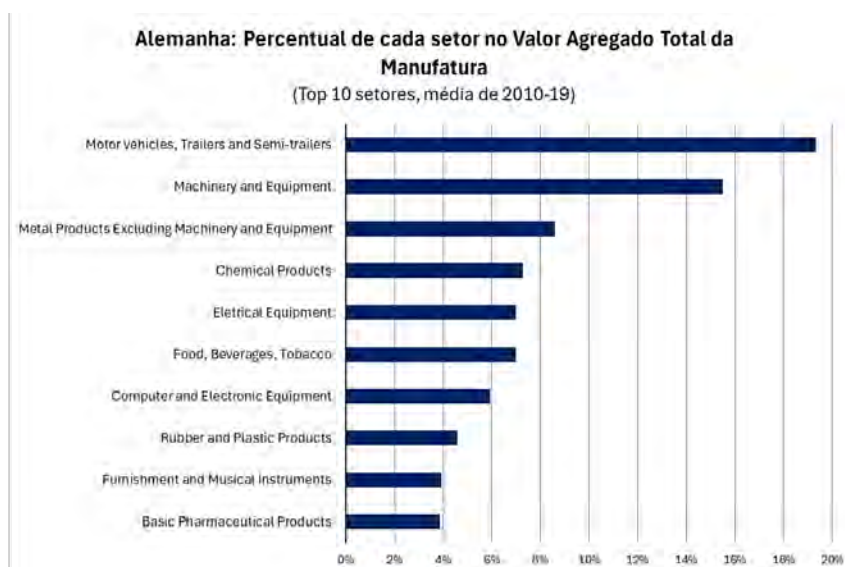


Figura 19 – Percentual do valor agregado de cada setor no total da manufatura alemã. Fonte: DEstatis.

Em primeiro, a ascensão da agenda ambientalista ganha cada vez mais pro-

tagonismo político com o avanço das mudanças climáticas, pressionando a transformação da frota automotiva do continente para veículos elétricos. O Green Deal do Parlamento Europeu planeja atingir a neutralidade nas emissões de carbono até o ano de 2050, o que significaria a conversão de todos os meios de transportes ICE (Internal Combustion Engine) em EVs (Electric Vehicles). Sob esse prisma, tal tendência impõe desafios substanciais para a indústria automotiva alemã, que há dois séculos se constrói sobre a produção de veículos à combustão. As montadoras alemãs têm movido esforços para promover a transição em seus modelos, no entanto, as evidências apontam que há um claro atraso em relação a competidores globais, sobretudo em companhias que iniciaram suas operações já voltadas para EVs. Ademais, há também evidências [Schwabe \[2020\]](#)) de que todo o ecossistema industrial encontra-se comprometido no processo de transição. Isso ocorre porque, ao longo do tempo, diversas indústrias se estabeleceram ao redor do fornecimento para a fabricação de carros movidos a combustível. Nesse sentido, parte das fábricas fornecedoras tende a sucumbir no processo de eletrificação da frota, devido à perda de força de seus clientes finais ou às transformações da cadeia de produção. Em contrapartida, o aumento da demanda por baterias elétricas no processo produtivo cria um efeito de dependência por importações chinesas. Atualmente, a CATL, companhia chinesa, é a mais dominante no mercado de baterias de lítio, colocando-se como fornecedora para todas as principais montadoras do mundo, seguida de BYD e Gotion High-Tech - também chinesas. Dessa forma, a transformação da produção de carros à combustão para elétricos impõe transferência de parte do valor da cadeia produtiva da Alemanha para a China, intensificando a fragilização do ecossistema automotivo alemão.

Em segundo, coloca-se que a demanda chinesa por carros alemães tem diminuído significativamente nos últimos anos. O processo de catch-up tecnológico chinês com o Ocidente já foi praticamente completado em diversas indústrias. Desse modo, é possível com que tanto as linhas de montagem chinesas, quanto os próprios consumidores finais, substituam produtos que anteriormente seriam acessados por meio de importações. Se antes os modelos de montadoras chinesas eram globalmente reconhecidos como segunda linha, recentemente BYD, Geely, Changan, entre outras, atingiram patamares de qualidade comparáveis aos de competidoras estrangeiras. Por esse motivo, o padrão de consumo do mercado consumidor chinês tem migrado cada vez mais para a produção nacional. Soma-se isso ao fato de que, por dominar a produção global de baterias de lítio, a manufatura de EVs é facilitada. Nesse sentido, veículos alemães à combustão, que anteriormente eram cobiçados no mercado chinês devido à percepção de luxo e modernidade, cada vez mais vêm sendo preteridos por

modelos nacionais. Dinâmicas similares podem ser observadas internacionalmente: recentemente, a China vem promovendo práticas comerciais de dumping em diversos mercados ao redor do mundo, fazendo com que chinesas ganhem cada vez mais share em detrimento das montadoras tradicionais - especialmente em mercados emergentes, com menor capacidade protecionista. Em represália a esse fenômeno, Estados Unidos e, mais recentemente, a União Europeia têm respondido com o enrijecimento de barreiras comerciais. Ainda assim, mesmo que a entrada de veículos elétricos chineses no mundo desenvolvido não se concretize, a conquista chinesa dos mercados emergentes e, sobretudo do próprio mercado chinês, tem sido determinante para o declínio secular da indústria na Alemanha.

Como resultado, vemos que o processo de modernização da manufatura chinesa faz com que a Alemanha perca fatias do mercado global em indústrias que são chave para a sua economia. A figura 19 identifica que as indústrias química, automotiva, de maquinário e metais estão entre as que mais contribuem para o produto manufatureiro total. Sendo assim, a figura 20 expõe um panorama bem negativo para o país: há um claro padrão de perdas de mercado das exportações alemãs e ganho de mercado das exportações chinesas dentre os setores selecionados. A julgar pelos fatores supracitados e pelo ritmo do crescimento chinês, é provável que o market share alemão seja ultrapassado em um futuro próximo em todas essas indústrias. Não à toa, uma evidência anedótica (Nöstlinger [2024]) que ilustra o processo é o anúncio da Volkswagen de outubro de 2024 de um plano para fechar no mínimo 3 plantas industriais em território alemão, pela primeira vez desde a fundação da companhia, visando o corte de custos em um período de crise. A decisão resultará em perdas de milhares de empregos e ilustra a descrença dos principais agentes desse mercado em melhorias a médio prazo. Sendo assim, salienta-se que a competitividade externa crescente torna-se cada vez mais uma fonte de preocupação para o crescimento econômico da Alemanha, haja vista que mudanças estruturais recentes nas dinâmicas globais produtivas e comerciais têm se mostrado desfavoráveis para o país.

5.5 Indústria e Energia

À luz de um panorama externo competitivo significativamente mais desafiador para a economia alemã, os desenvolvimentos subsequentes à pandemia mostram-se problemáticos para o funcionamento da indústria alemã, um dos principais alicerces do crescimento econômico europeu. Há sinais que apontam para um declínio secular

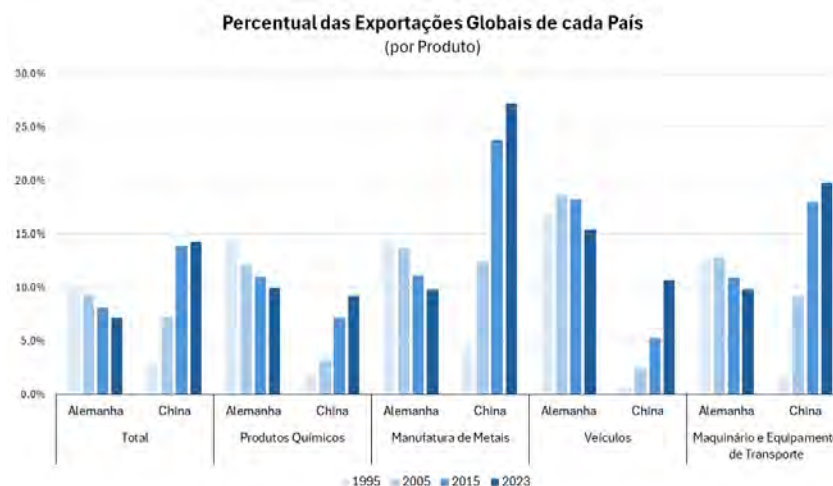


Figura 20 – Percentual do mercado global de exportações que cada país detém de determinados produtos selecionados. Fonte: UN Trade and Development (UNCTAD) e [Sebastian and Barkin \[2024\]](#).

alemão, que tem um ponto de partida anterior ao ano de 2020, como demonstra a figura 21. Na década passada, a produção industrial alemã pouco cresceu e já estava em declínio às vésperas da pandemia.

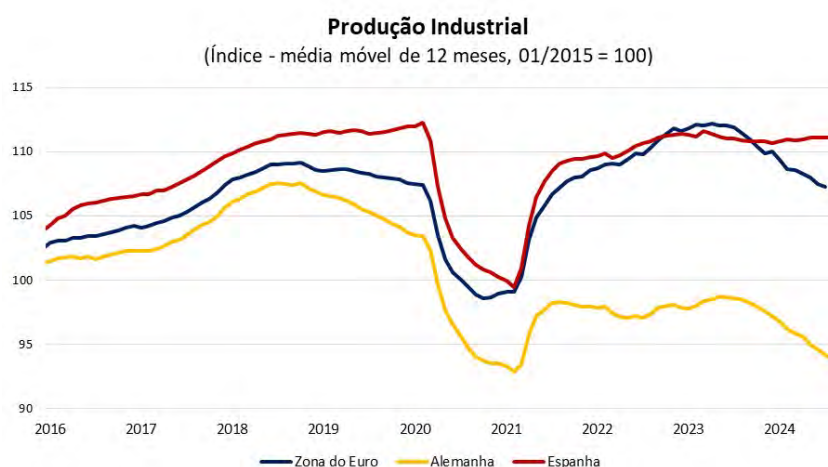


Figura 21 – Produção industrial em índice. Ajustado sazonalmente e suavizado em média móvel de 12 meses, devido à volatilidade mensal das séries. Fonte: Eurostat.

A fim de compreendermos os pormenores da derrocada industrial alemã pós-pandemia, Vogel et al (2023) propuseram a categorização dos setores industriais de acordo com o grau de intensividade energética. Para isso, utilizam a magnitude de consumo de energia na cadeia produtiva por setor. Os setores mais intensivos são aqueles relacionados à indústria pesada, como refino de petróleo, manufatura de produtos minerais, além da indústria química, que foi a primeira do ranking de

consumo energético. Ao todo, tais setores representam 15% do valor adicionado da manufatura alemã (dados do PIB 2021), automóveis são 20 por cento e o restante é categorizado como não intensivo.

A figura 22 representa o crescimento interanual da manufatura dividido por cada subcategoria de Vogel et al. Pode-se identificar que, em 2019, todas as categorias já encontravam-se em território contracionista. Com a erupção da pandemia de Covid-19 e a necessidade do isolamento social, quedas abruptas ocorreram. A recuperação após os impactos iniciais, porém, não foi sustentada, uma vez que a produção de automóveis foi extremamente prejudicada pela disrupção das cadeias produtivas.

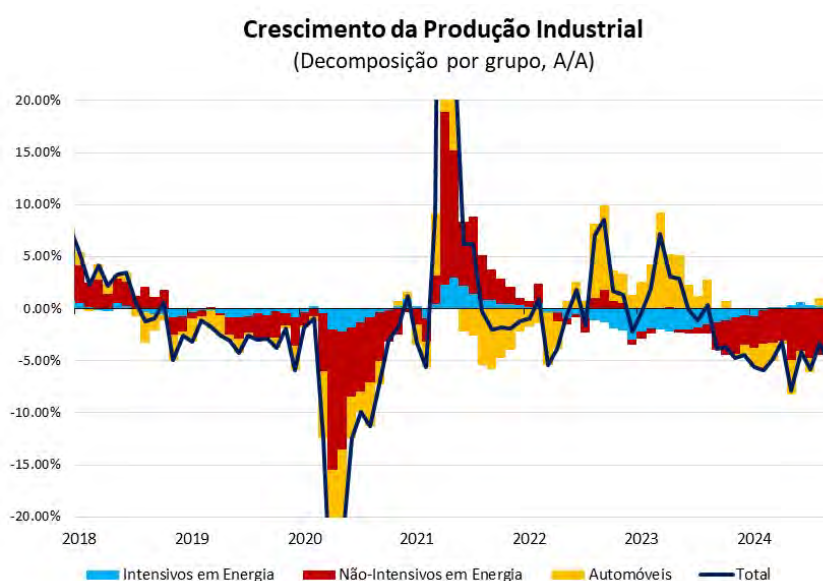


Figura 22 – Crescimento interanual da produção industrial por categorias. Fonte: DEstatis.

A invasão russa à Ucrânia, iniciada em fevereiro de 2022, alterou inteiramente a dinâmica energética do continente europeu. As sanções europeias interromperam completamente os laços diplomáticos entre o bloco e a Rússia, incorrendo em punições no sistema comercial e financeiro internacional. Do lado russo, a retaliação veio por meio do corte de fornecimento de gás natural, a principal fonte energética dos domicílios e do parque industrial alemão. Em um contexto de efervescência geopolítica, os preços do gás natural escalaram de forma estratosférica. Tal fator foi determinante para que os setores intensivos em energia declinassem, uma vez que a disparada dos custos do principal insumo energético inviabilizou a operação de parte do parque industrial.

Mesmo com a dissipação dos efeitos iniciais da guerra, a manufatura alemã não demonstrou sinais de recuperação. A indústria intensiva em energia teve pouca

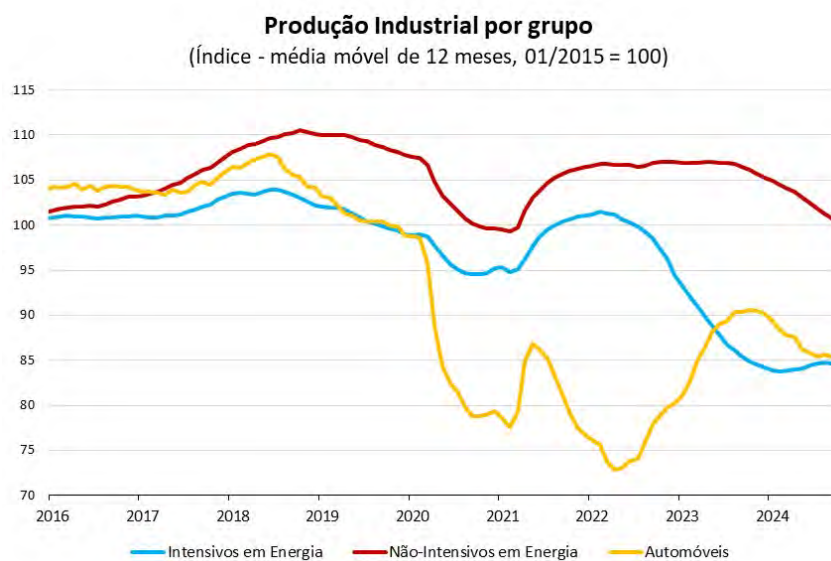


Figura 23 – Produção industrial por categorias de Vogel et al (2023). Suavizado em média móvel de 12 meses, devido à volatilidade mensal das séries. Fonte: DEstatis.

recuperação no crescimento, indicando que não há forças relevantes atuando para a recuperação do que foi perdido. Uma evidência relevante disso é que mesmo as indústrias não intensivas em energia também iniciaram trajetória decrescente. Inegavelmente, a elevação da taxa de juros ao pico máximo desde a criação do Euro é um detrator da atividade, contribuindo para a redução significativa da viabilidade de muitos negócios. Ainda assim, vemos poucos vetores que possam alavancar uma recuperação robusta de investimento na manufatura alemã, de modo que o ciclo de afrouxamento em curso cause grandes impactos no produto. A grave situação se reflete nos preocupantes níveis de ociosidade da indústria alemã (figura 24). Observa-se que já havia tendência de declínio nos anos pré-pandemia, que foram seguidos pelo outlier em 2020. Desde a recuperação, vemos uma duradoura trajetória decrescente, que reflete os detratores cíclicos e estruturais. A perda de espaço em setores estratégicos para competidores internacionais e a crise energética tem impactos presentes e futuros na economia.

As consequências da fraqueza cíclica, somada aos desafios seculares, traduzem-se em transformações na estrutura da economia. A figura 25 revela que, desde a criação da Zona do Euro, a Alemanha havia conseguido manter sua manufatura forte, ocupando a parcela constante de um quinto do seu produto interno. Esse índice pode ser entendido como uma possível medida do grau de industrialização do país. Nesse sentido, observa-se que vantagens competitivas salariais e produtivas, além do protagonismo externo, contribuíram para tal supremacia industrial alemã,

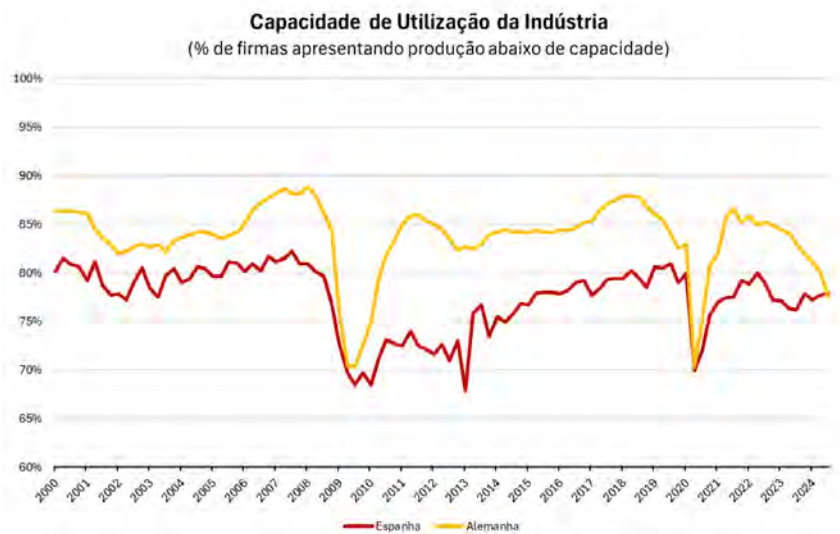


Figura 24 – Percentual da capacidade utilizada da manufatura reportada pelas firmas. Essa variável nos permite avaliar o grau de ociosidade da indústria das economias. Fonte: DEstatis e INE.

contrapondo um processo massivo de desindustrialização observado na periferia do Euro, exemplificada pela Espanha. No entanto, desde a pandemia, houve uma quebra na estabilidade alemã da marca dos 20%, entrando em trajetória de paulatino declínio. Nesse sentido, evidências apontam para o questionamento do protagonismo industrial alemão para o futuro.

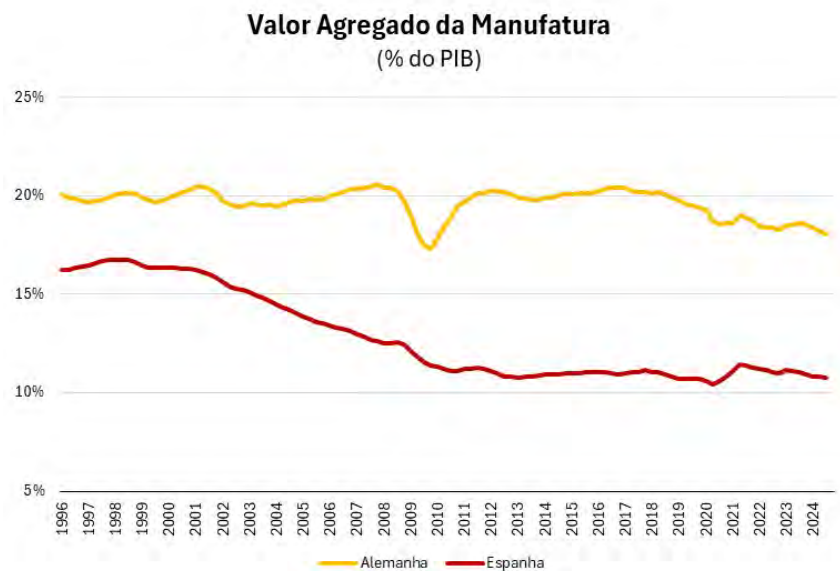


Figura 25 – Valor agregado do setor manufatureiro da economia como percentual do PIB Real, em média móvel de 4 trimestres. Fonte: Eurostat.

Por outro lado, o produto industrial espanhol, apesar de ainda não ter se recu-

perado após a pandemia, encontra-se em uma posição diferente. A figura 26 exibe que o momentum manufatureiro no país mostra-se descasado do restante da Europa. Com dificuldades estruturais observadas nas economias centrais europeias, a Espanha coloca-se como uma alternativa promissora. Do ponto de vista energético (27), o país adquiriu posição mais vantajosa desde a eclosão da guerra na Ucrânia. Se antes da pandemia o país dispunha de energia com preço médio mais caro dentre as maiores economias do euro, após os choques recentes, ganhou competitividade nesse quesito, tornando-se mais atrativo para investimentos.

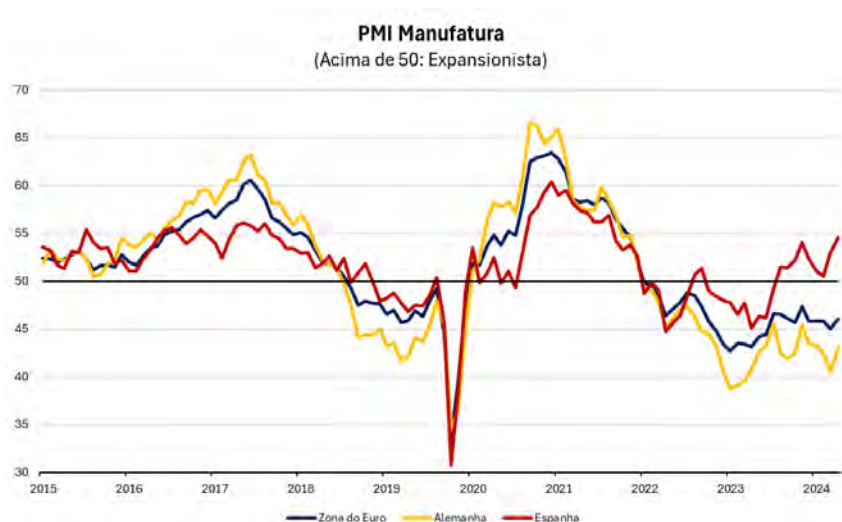


Figura 26 – Purchasers’ Managers’ Index é uma pesquisa realizada com firmas para identificar o momentum da economia real. O benchmark do índice é 50. Valores acima representam crescimento e, abaixo, contração. Fonte: Bloomberg - S&P Global

Um segundo componente relevante é que, na organização geopolítica interna do bloco europeu, a Espanha busca se posicionar de maneira dissonante das economias centrais. O posicionamento espanhol é mais neutro em relação ao seu alinhamento com o bloco político-econômico Ocidental do que os países que compõem o centro econômico europeu, sobretudo no que envolve as relações sino-europeias. Enquanto grande parte da União Europeia almeja enrijecer o protecionismo econômico frente à crescente ameaça técnico-produtiva chinesa, a Espanha, na posição de um país periférico e pouco representativo na indústria europeia, vem conseguindo se beneficiar de uma postura de maior receptividade às relações com a China. Nesse sentido, o influxo de investimento direto chinês aumentou significativamente e grandes projetos de investimentos chineses em plantas industriais em solo espanhol têm ocorrido. Tais fatores, em conjunto com o afrouxamento monetário em curso, parecem indicar que há espaço para o crescimento do investimento privado na Espanha.

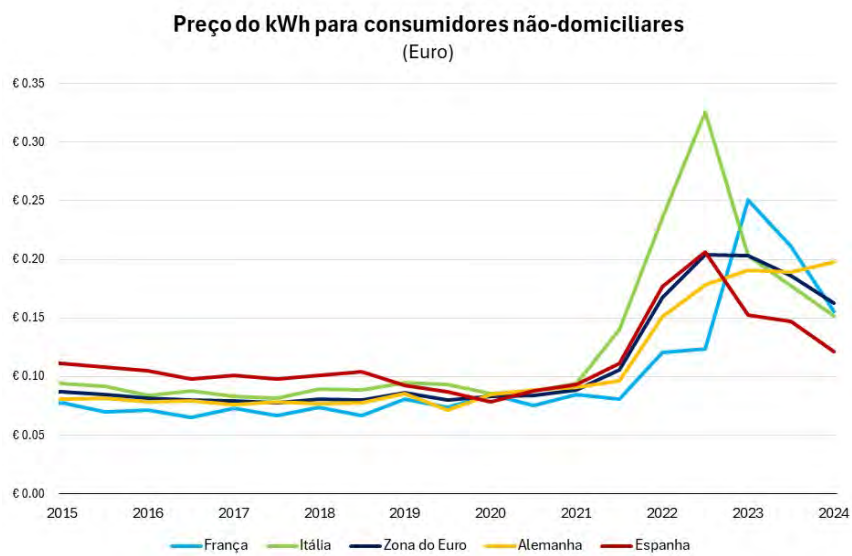


Figura 27 – Preço médio do kWh em euros para consumidores não domiciliares, grupo que engloba firmas e indústrias. Fonte: Eurostat

6 Conclusão

O conjunto dos argumentos supracitados visa compreender que a hierarquia de protagonismo tradicionalmente preponderante entre as economias de Espanha e Alemanha, como representantes dos grupos da periferia e do centro da Zona do Euro, respectivamente, está sendo questionada. O ciclo econômico atual mostra-se extremamente mais favorável para a economia espanhola, cujo crescimento tem surpreendido nos últimos dois anos, enquanto as dificuldades parecem se empilhar do lado alemão. Soma-se a esse panorama algumas transformações estruturais macroeconômicas relevantes.

O ponto crítico do debate consiste no ponto de que, durante o século atual, a economia alemã conseguiu manter sua dominância justamente por vantagens competitivas que sustentaram sua estabilidade. Não à toa, os impactos diretos da crise financeira global de 2008 e, mais recentemente, do Covid-19 para os alemães foram assimetricamente menores. A dominância em mercados globais estratégicos e a maior competitividade regional dentro da EMU sustentaram uma posição favorável em relação aos seus vizinhos. O modelo exportador e industrial foi muito eficaz em pavimentar a posição alemã tanto dentro do bloco europeu, quanto no cenário mundial. No entanto, os desenvolvimentos recentes puseram em cheque vários desses fatores. A escalada dos preços de energia no continente, após o início da incursão russa na Ucrânia, expôs uma indústria que ainda não se adaptou a novas tendências. Os custos de produção mais altos prejudicaram ainda mais um parque industrial que já vinha continuamente perdendo espaço para competidores internacionais. Além disso, o ambiente externo tornou-se mais conturbado: o acirramento da disputa das principais potências pelo protagonismo geopolítico elevou a incerteza no comércio internacional, alterando dinâmicas históricas. Marcadamente, os ganhos de poder de mercado da economia chinesa, possibilitados pela sua escalada exponencial nas cadeias produtivas de alta tecnologia, têm ameaçado potenciais ocidentais. O desafio cresce ao passo que companhias chinesas tomam fatias significativas do mercado de empresas alemãs em setores estratégicos para o PIB germânico. O exemplo mais notório é o da centenária indústria automotiva alemã, que enfrenta o questionamento simultâneo de paradigmas que a fizeram protagonista internacionalmente. Com a ação simultânea de múltiplos vetores negativos, consequências estruturais já vêm sendo notadas, sendo o declínio do valor agregado da manufatura como proporção do PIB uma das mais alarmantes.

Em contrapartida, dentre as grandes economias do Euro, o cenário tem-se mostrado positivo para a Espanha. A recuperação no turismo, setor chave para o produto nacional, após o relaxamento das normas de isolamento social, foi fundamental para impulsionar o crescimento. Ainda assim, outros fatores vêm adicionando impulsos de crescimento. O aumento dos influxos migratórios foi fundamental para adicionar oferta de trabalho e promover a aceleração da geração de emprego. Além disso, dinâmicas produtivas e de competitividade mostram o estreitamento de um largo gap aberto desde a criação do Euro. Somando isso a preços de energia mais baixos comparados ao restante do bloco, o ambiente mostra-se mais favorável para investimentos e possíveis ganhos na indústria. Nesse contexto, os fundos provenientes da UE, que serão despejados na economia nos próximos anos, têm magnitude relevante para contribuir com oportunidades para a modernização da economia e fomentação de novos negócios. Uma ressalva importante é a necessidade de desvinculamento da relação de dependência entre déficits fiscais e crescimento econômico. Como ponto principal para esse objetivo, será necessário observar o aumento do investimento de capital privado em um futuro próximo. Essas mudanças serão fundamentais para garantir a continuidade dos ganhos no produto potencial, uma vez que o crescimento espanhol historicamente atrelou-se ao setor de serviços e a uma estrutura fiscal pouco responsável.

Em suma, diante dos avanços tecnológicos e produtivos em curso ao redor do mundo, as nações da Zona do Euro, em geral, têm prospectos piores do que algumas economias da Ásia e os Estados Unidos, por não estarem na fronteira técnico-produtiva. Ainda assim, argumentos indicam que, no médio prazo, o crescimento entre as economias do Euro apresentará algum grau de divergência. Nesse sentido, a economia espanhola mostra vetores favoráveis que devem fazê-la ganhar maior expressividade dentro do PIB europeu, ao passo que a posição hegemônica alemã apresenta princípios de declínio preocupantes.

Referências

aaaa, a.

aaaa, b.

A. Botta and B. Tippet. Secular stagnation and core-periphery uneven development in post-crisis eurozone. *Competition & Change*, 26(1):3–28, 2022.

R. Brooks and J. Fortun. Eurozone output gaps and the covid-19 shock. *Intereconomics*, 55(5):291–296, 2020.

Bundesfinanzministerium. German draft budgetary plan 2024, Nov. 2023. URL https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Brochures/german-draft-budgetary-plan-2024.pdf?__blob=publicationFile&v=1.

M. A. Casau and D. Herrero. Deindustrialization paths and growth models: Germany and Spain in comparative perspective. Technical report, LEM Working Paper Series, 2024.

E. Commission. Debt sustainability monitor 2023. *Institutional Paper*, 271, 2024. doi: [10.2765/860483](https://doi.org/10.2765/860483). URL <http://dx.doi.org/10.2765/860483>.

M. de Hacienda y Función Pública. 2024 budgetary plan, Oct. 2023. URL <https://www.hacienda.gob.es/CDI/EstrategiaPoliticaFiscal/2024/Plan-Presupuestario-2024-Resumen-EN.pdf>.

C. Di Berardino, I. Doganieri, and G. Onesti. Deindustrialization in the EU between transformation and decline. *Eastern European Economics*, 59(3):225–249, 2021.

C. A. Favero, V. Galasso, et al. Demographics and the secular stagnation hypothesis in Europe. In *After the crisis. Reform, recovery and growth in Europe*, pages 109–146. Oxford University Press, 2016.

F. Gambarotto, M. Rangone, S. Solari, et al. Financialization and deindustrialization in the southern European periphery. *Athens Journal of Mediterranean Studies*, 5(3):151–172, 2019.

D. Gorea and D. Radev. The euro area sovereign debt crisis: Can contagion spread from the periphery to the core? *International Review of Economics & Finance*, 30:78–100, 2014.

C. Gräbner, P. Heimberger, and J. Kapeller. Pandemic pushes polarisation: the corona crisis and macroeconomic divergence in the eurozone. *Journal of Industrial and Business Economics*, 47(3):425–438, 2020.

M. Höpner and M. Lutter. The diversity of wage regimes: why the eurozone is too heterogeneous for the euro. *European Political Science Review*, 10(1):71–96, 2018.

-
- A. Johnston. European economic and monetary union's perverse effects on sectoral wage inflation: Negative feedback effects from institutional change? *European Union Politics*, 13(3):345–366, 2012.
- A. Johnston, B. Hancké, and S. Pant. Comparative institutional advantage in the european sovereign debt crisis. *Comparative political studies*, 47(13):1771–1800, 2014.
- J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, and M. Draghi. Preparing for next steps on better economic governance in the euro area. 2015.
- P. Krugman. Lessons of massachusetts for emu'. *International library of critical writings in economics*, 134(41-61), 2001.
- P. Krugman. Revenge of the optimum currency area. *NBER macroeconomics annual*, 27(1):439–448, 2013.
- A. S. Mansur, R. D. Haas, and P. S. Heller. *A review of the fiscal impulse measure*. International Monetary Fund, 1986.
- N. Nöstlinger. Vw plans to close 3 german plants as auto industry turmoil grows, Oct. 2024. URL <https://www.politico.eu/article/volkswagen-eyes-closure-three-german-plants-says-works-council/>.
- J. Schwabe. Risk and counter-strategies: The impact of electric mobility on german automotive suppliers. *Geoforum*, 110:157–167, 2020.
- G. Sebastian and N. Barkin. Tipping point? germany and china in an era of zero-sum competition. *Rhodium Group*, 2024.
- J. C. Shambaugh, R. Reis, and H. Rey. The euro's three crises [with comments and discussion]. *Brookings papers on economic activity*, pages 157–231, 2012.
- A. Tomczek. The secular stagnation hypothesis and the future of europe's advanced economies. *Politeja-Pismo Wydziału Studiów Międzynarodowych i Politycznych Uniwersytetu Jagiellońskiego*, 17(66):53–66, 2020.
- I. Wallerstein. The rise and future demise of the world capitalist system: Concepts for comparative analysis. *Comparative studies in society and history*, 16(4):387–415, 1974. ISSN 0010-4175. doi: [10.1017/s0010417500007520](https://doi.org/10.1017/s0010417500007520). URL <http://dx.doi.org/10.1017/s0010417500007520>.

Lista de Figuras

Figura 1 – Crescimento do PIB real acumulado em 4 trimestres. Fonte: Eurostat	13
Figura 2 – PIB real em índice, ajustado sazonalmente. Fonte: Eurostat	14
Figura 3 – PIB real per capita em índice, ajustado sazonalmente. Fonte: Eurostat	14
Figura 4 – Crescimento do PIB real alemão (acumulado em 4 trimestres), pela ótica da demanda. Fonte: DEstatis	15
Figura 5 – Crescimento do PIB real espanhol (acumulado em 4 trimestres), pela ótica da demanda. Fonte: INE	16
Figura 6 – Pesquisa mensal de Sentimento Econômico da Comissão Europeia. Valores acima de 100 representam grau otimismo e, abaixo, pessimismo. Fonte: Eurostat.	17
Figura 7 – Crescimento populacional anual por local de nascimento (Dados correspondem a população em 1/janeiro do ano reportado). Fonte: Eurostat	19
Figura 8 – Taxa participação dividida por grupo de nacionalidade (Dados do 2T/2024). Fonte: Eurostat	20
Figura 9 – Crescimento populacional projetado pela Comissão Europeia nos próximos anos. Fonte: Eurostat	20
Figura 10 – Subcomponente de investimento público dentro do componente de gastos do governo nas contas nacionais. Fonte: Eurostat	21
Figura 11 – Resultado nominal do governo como porcentagem do PIB corrente (Receitas - Despesas). Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24)	22
Figura 12 – Impulso fiscal de acordo com a métrica do FMI. Equivale ao oposto da diferença entre o resultado estrutural do governo do ano corrente e do ano anterior, como porcentagem do PIB potencial. Quanto mais positiva a métrica, mais impulso para crescimento. Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24). Planos orçamentários nacionais para 2024.	23
Figura 13 – Métrica do FMI de resultado estrutural para cada país. Fonte: FMI - World Economic Outlook (out/24).	24
Figura 14 – Índice do Custo Unitário do Trabalho Nominal (ULC), baseado em horas trabalhadas. Fonte: Eurostat	26

Figura 15 – Inflação e núcleo acumulados em 12 meses. O Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (HICP) é uma medida de padronizada de inflação criada pela Comissão Europeia, de modo a tornar possível a comparação entre países. Fonte: Eurostat	26
Figura 16 – Crescimento anual (acumulado em 4 trimestres) do Índice de Custo Unitário do Trabalho Nominal. Fonte: Eurostat	27
Figura 17 – Índice de Produtividade (Produto por hora trabalhada). Fonte: Eurostat.	28
Figura 18 – Exportações direcionadas à China como percentual do PIB nacional. Fonte: Eurostat.	30
Figura 19 – Percentual do valor agregado de cada setor no total da manufatura alemã. Fonte: DEstatis.	30
Figura 20 – Percentual do mercado global de exportações que cada país detém de determinados produtos selecionados. Fonte: UN Trade and Development (UNCTAD) e Sebastian and Barkin [2024].	33
Figura 21 – Produção industrial em índice. Ajustado sazonalmente e suavizado em média móvel de 12 meses, devido à volatilidade mensal das séries. Fonte: Eurostat.	33
Figura 22 – Crescimento interanual da produção industrial por categorias. Fonte: DEstatis.	34
Figura 23 – Produção industrial por categorias de Vogel et al (2023). Suavizado em média móvel de 12 meses, devido à volatilidade mensal das séries. Fonte: DEstatis.	35
Figura 24 – Percentual da capacidade utilizada da manufatura reportada pelas firmas. Essa variável nos permite avaliar o grau de ociosidade da indústria das economias. Fonte: DEstatis e INE.	36
Figura 25 – Valor agregado do setor manufatureiro da economia como percentual do PIB Real, em média móvel de 4 trimestres. Fonte: Eurostat.	36
Figura 26 – Purchasers’ Managers’ Index é uma pesquisa realizada com firmas para identificar o momentum da economia real. O benchmark do índice é 50. Valores acima representam crescimento e, abaixo, contração. Fonte: Bloomberg - S&P Global	37
Figura 27 – Preço médio do kWh em euros para consumidores não domiciliares, grupo que engloba firmas e indústrias. Fonte: Eurostat	38