

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EURO: SITUAÇÃO ATUAL E PERSPECTIVAS

Carolina Coelho Gomes Camões  
No. de matrícula: 0713185

Orientador: Eliane Gottlieb

Junho de 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EURO: SITUAÇÃO ATUAL E PERSPECTIVAS

*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.*

Carolina Coelho Gomes Camões  
No. de matrícula: 0713185

Orientador: Eliane Gottlieb

Junho de 2010

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

## AGRADECIMENTOS

A minha família pelo amor incondicional e pelo apoio, não só nessa, mas em todas as etapas da minha vida.

A minhas amigas mais próximas Isabela Bandeira, Maria Fernanda Mello, Luiza Meireles e Isadora Viana por estarem sempre ao meu lado ao longo desses árduos quatro anos e meio.

A Lucas de Moura Reis pela paciência e pelas dicas para a obtenção de informações, explicações e dados estatísticos necessários ao desenvolvimento desse trabalho.

## Sumário:

Lista de Gráficos e Tabelas.....	6
I - Introdução.....	7
II – Teoria das áreas monetárias ótimas.....	9
II.1 – Benefícios da união monetária/ câmbio fixo.....	9
II.2 – Custos da união monetária/ câmbio fixo .....	11
II.3 – Custos X Benefícios.....	13
II.4 –Pontos a serem ressaltados em uma união monetária como a União Européia.....	14
III – Referências históricas que levaram a união monetária Européia.....	15
III.1 - Relatório Werner.....	15
III.2 - Serpente Européia.....	16
III.3 – SME.....	18
III.4 - The Single European Act.....	20
III.5 - O Tratado de Maastricht.....	21
III.6 - Crise de 1992.....	23
III.7- Introdução do Euro.....	24
<b>IV – Euro: de sua instituição aos dias de hoje</b>	
IV.1 – Teoria da convergência pré crise.....	26
IV.2 - Consequências da crise.....	28
IV.2.1 - Canais de transições diretos.....	29
IV.2.2 - Canais de transmissões macroeconômicos.....	30
IV.3 - Problemas fiscais.....	32
IV.4 - Cronologia do contágio.....	35
<b>V – Conclusão</b>	
V.1- Correlacionando os fatos ocorridos com o a questão da Europa ser ou não uma zona monetária ótima.....	40
V.2 – Soluções possíveis.....	41
<b>VII – Referencias Bibliográficas.....</b>	<b>43</b>

## Lista de Gráficos e Tabelas

Gráfico 1: Curva GG.....	11
Gráfico 2: Curva LL.....	13
Gráfico 3: GG X LL.....	13
Tabela 1: Cronologia da “Serpente” .....	17
Gráfico 4: Taxas de juros dos títulos da dívidas públicas.....	27
Gráfico 5: Dívida/ PIB.....	28
Gráfico 6: Dívida Bruta.....	28
Gráfico 7: Investimento estrangeiro direto como % do PIB.....	29
Gráfico 8: Consumo final de <i>households</i> e ONGs.....	31
Gráfico 9: PIB em euros.....	32
Gráfico 10: Juros.....	33
Gráfico 11: Gastos do governo % PIB.....	34
Gráfico 12: Déficit/Superávit fiscal.....	34
Gráfico 13: Déficit/PIB.....	35
Gráfico 14: <i>Credit Default Swap</i> .....	37
Gráfico 15: “Teia” da dívida Européia.....	38
Gráfico 16: Desemprego.....	39

## **I - Introdução:**

A União Europeia é hoje o bloco vigente com o maior nível de integração no mundo, sendo o único exemplo de união econômica, comercial e monetária. A União Monetária, que congrega dezoito dos vinte e quatro países da União Europeia, se concretizou por meio da introdução de uma moeda única, o Euro, em 1999.

Inicialmente acreditava-se que a introdução da moeda única era um sucesso, e que a mesma seria o último passo para a concretização de uma Europa pacificada, democrática e próspera.

No entanto, tendo em vista a crise instaurada na zona do Euro devido aos problemas de solvência de países como Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha, a introdução da moeda única voltou a ser questionável. E o futuro da mesma, incerto.

Assim sendo, o objetivo deste trabalho consiste em analisar quais são os fatores adversos intrínsecos a Zona do Euro, que somados a um cenário macroeconômico instável, deflagraram a crise observada nos anos recentes. Conclui-se, então, que o problema primordial foi a negligência contínua em relação aos critérios de convergência, desde a instituição da moeda comum até atualmente. Isso porque esses critérios constituem o embasamento necessário para que a zona seja economicamente sustentável, o que pode ser reiterado pelo caráter primordialmente fiscal crise europeia. A razão para o ocorrido reside, principalmente, na urgência que os países membros tinham pela implementação e expansão do bloco, almejando, assim, agregar valor ao mesmo e deixar para trás o seu passado belicoso.

Para tanto, serão utilizadas a teoria de zonas monetárias ótimas, a análise de vantagens e desvantagens de uma área de câmbio fixo/moeda única, a história da União Europeia e fatos ocorridos recentemente.

O presente trabalho será dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo será um capítulo introdutório. O segundo abordará a teoria das zonas monetárias ótimas, ponderando assim os custos e benefícios de se ter uma moeda comum. O terceiro

apresentará um retrospecto histórico sumariado dos acontecimentos que levaram a concretização da Zona do Euro, abordando, ainda, mais detalhadamente os principais critérios de convergência exigidos a cada um dos países para adoção da moeda única. O quarto discorrerá sobre o ocorrido desde a introdução do Euro até hoje, tendo maior foco nos recentes acontecimentos que abalaram as crenças da sustentabilidade da zona, apresentando dados estatísticos para embasamento dos fatos citados. O último e quinto capítulo será a conclusão do trabalho que ponderando o conteúdo apresentado, discorrerá sobre as perspectivas para o futuro da Zona do Euro e as possíveis medidas a serem tomadas para melhorá-la.



## **II – Teoria das áreas monetárias ótimas**

Quando um país decide ingressar em uma área monetária comum, como a Zona do Euro, torna-se necessária uma ponderação entre as vantagens e desvantagens que tal decisão irá gerar para economia desse e dos demais países participantes. Visto que, uma medida como essa pode afetar drasticamente a economia nacional, principalmente, à nível de investimento, de transações correntes e de mobilidade de fatores. Além de influenciar na credibilidade das instituições formuladoras de política monetária. Ressalta-se também, o fato de que abandonar uma área monetária única é muito custoso, podendo gerar dúvidas sobre a credibilidade do país e a sustentabilidade da zona como um todo, expondo os demais à tendências especulativas.

A Teoria das áreas monetárias ótimas ao cruzar custos e benefícios do emprego de uma moeda comum, de acordo com o grau de integração entre nações, sugere em que situações seria vantajoso para certo país ingressar em uma área de moeda única. Segue abaixo uma especificação desses custos e benefícios, e de como a teoria usufrui das curvas deles derivadas para justificar ou não a implementação de uma união monetária.

### **II.1 – Benefícios da união monetária/ câmbio fixo**

O principal benefício de se ter uma zona de moeda comum é a eliminação dos custos de conversão das moedas entre os países membros. Esses custos provém, em sua maior parte, das incertezas geradas pelas possíveis flutuações cambiais entre os membros que transacionam entre si. Devido à diminuição/ ausência de incerteza, o benefício ocorre por meio do aumento da previsibilidade, e com isso da possibilidade de um melhor planejamento futuro em relação a exportações, importações e retornos esperados. Levando, assim, a maiores índices de transações correntes e de investimentos entre países participantes.

Outro benefício gerado é a extinção da possibilidade de problemas de inconsistência temporal, já que passa a haver impossibilidade da flutuação cambial. Ou seja, não é mais possível se utilizar de política monetária expansionista visando gerar crescimento da economia no curto prazo, ao custo de uma maior inflação no longo

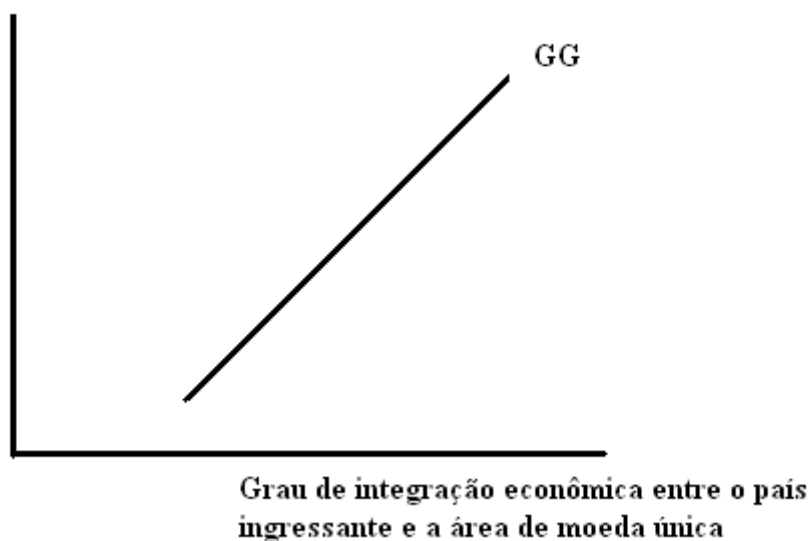
prazo, eliminando-se assim o trade-off entre inflação e desemprego. Com isso, não há mais a chance das autoridades monetárias serem pressionadas por grupos influentes que visam estimular artificialmente a economia, buscando principalmente objetivos políticos. Surge, então, uma maior credibilidade para os formuladores de política monetária e uma melhor previsibilidade quanto ao futuro, já que houve a redução das incertezas quanto a possíveis vieses inflacionários.

Os benefícios citados são intitulados de ganhos de eficiência monetária. Esses ganhos estão intimamente relacionados com o grau de integração econômica entre o país entrante e os países já integrantes da área monetária. O grau de integração pode ser visto na quantidade de relações comerciais e na mobilidade de fatores entre o ingressante a área como um todo. Quanto mais transações comerciais um país possuir com a zona monetária em relação a outro, mais vantagens ele tem com seu ingresso nela, pois a incerteza sobre a taxa de câmbio relacionada a importações e exportações futuras irá desaparecer, afetando positivamente suas transações correntes. Ao mesmo tempo, quanto maior a mobilidade de fatores de produção entre o país e a zona, haverá um aumento nos investimentos e na mobilidade de mão de obra, visto que os retornos dos investimentos serão mais previsíveis e os salários dos trabalhadores na zona comum mais estáveis em relação ao custo de vida do país entrante.

Pode-se concluir então, que a eficiência monetária é positivamente relacionada com o grau de integração dos países, o que é demonstrado no gráfico 1 pela curva GG positivamente inclinada. Este tem como seu eixo vertical os ganhos de eficiência monetária para o país ingressante, e como horizontal o grau de integração econômica entre o país ingressante e a área de moeda única.

### Gráfico 1: Curva GG

Ganhos de eficiência monetária  
para o país ingressante



Fonte: Krugman e Obstfeld(2003)

### II.2 – Custos da união monetária/ câmbio fixo

Em relação aos custos, o principal deles é que em uma união monetária, ou em uma área de taxa de câmbio fixo, os países abrem mão de suas políticas monetárias e cambiais. O problema relacionado a isso é que essas políticas podem servir como estabilizadores automáticos do produto e do emprego caso haja um choque de demanda externo, fazendo com que a economia desse país não tenha grandes custos relacionados a esse dado choque.

Essa estabilização ocorre da seguinte forma: quando há um choque externo que faz com que a demanda pelos produtos do país em questão diminua, o país pode se utilizar de uma desvalorização cambial para tornar seus produtos mais competitivos e assim voltar ao nível de equilíbrio de produto e emprego interno. Já em uma área monetária única aonde essa desvalorização não pode ocorrer, uma queda nos preços só será possível com uma deflação, ou seja, com a queda dos salários dos trabalhadores e do preço dos bens, o que é muito custoso para o país.

Esse custo será menor quanto maior for o nível de integração desse país com os outros membros do bloco. Isso ocorre por dois motivos. Primeiro porque se o país ingressante tem relações comerciais intensas com os demais países do bloco, quando há uma pequena queda nos seus preços a demanda por seus produtos, provinda dos demais países do bloco, irá aumentar consideravelmente fazendo com que o pleno emprego seja reestabelecido rapidamente. Segundo porque se houver grande mobilidade de capital e mão de obra entre o ingressante e os demais países da zona, quando houver algum choque externo que impacte nesse país, seus trabalhadores e investimentos migrarão para os demais países do bloco, assim acarretando em menores taxas de desemprego e garantido as taxas de retorno dos investimentos do mesmo.

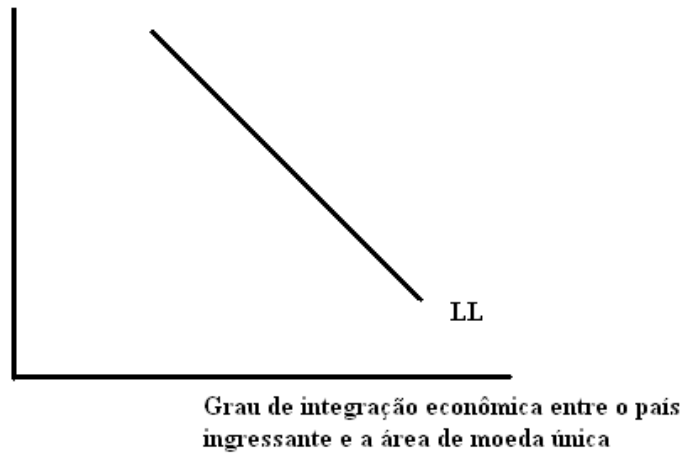
Além disso, quanto maior o grau de integração entre os países dentro de um regime de cambio fixo é mais provável que estes estejam suscetíveis a choques externos semelhantes. Assim sendo, quando choques externos ocorrem impactando, por exemplo, a curva de demanda agregada por produtos de cada um dos países da área de maneira similar e negativa, irá haver uma desvalorização de todas as moedas que se encontram atreladas em relação as demais moedas do resto do mundo e ao mesmo tempo haverá uma manutenção da paridade dentro da área. Com isso, o choque será absorvido e os países voltarão ao equilíbrio dado o aumento de sua competitividade. O que, devido à desvalorização conjunta de suas moedas, levará a um maior nível de exportações e a diminuição de importações em relação ao resto do mundo. Ou seja, quanto maior o nível de integração será mais fácil de se usar a política monetária da área como um todo, como se a mesma fosse um só país, o que diminui os custos para cada um dos países de perder a sua própria autonomia.

Então, um elevado grau de integração entre o país ingressante e os demais países já pertencentes a uma área onde o cambio é fixo, ou a uma zona monetária comum, faz com que os choques externos sejam mais facilmente absorvidos, em comparação a uma área aonde essa integração seja menor. Em outras palavras, a perda de estabilidade econômica e o grau de integração dos países são negativamente relacionados, o que pode ser verificado no gráfico 2 pela curva LL negativamente inclinada. O eixo vertical do gráfico se refere às perdas de estabilidade econômica para o país ingressante, e o

eixo horizontal se refere ao grau de integração econômica entre o país ingressante e a área de moeda única.

### Gráfico 2: Curva LL

Perda de estabilidade econômica  
para o país ingressante



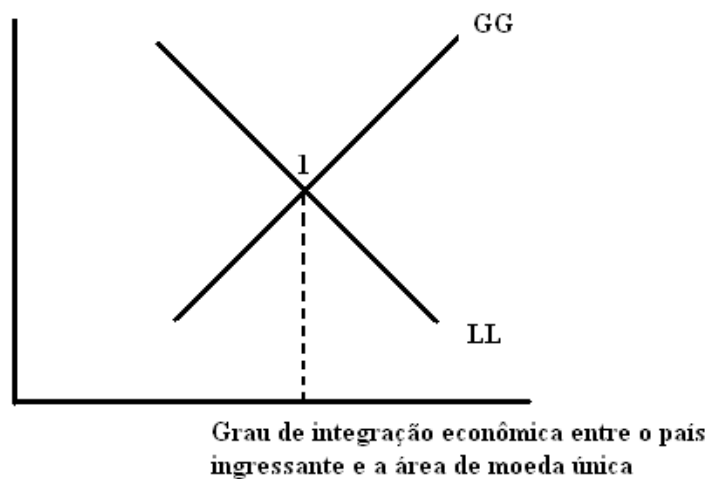
Fonte: Krugman e Obstfeld(2003)

### II.3 – Custos X Benefícios

Ponderando os custos e benefícios de uma união monetária, ao cruzar as curvas GG e LL obtense o ponto 1, mostrado no gráfico 3.

### Gráfico 3: GG X LL

Ganhos e perdas para o país  
ingressante



Fonte: Krugman e Obstfeld(2003)

Segundo a teoria das áreas monetária ótimas, o país ingressante deve entrar em uma zona monetária comum se estiver localizado no grau de integração econômica representado pelo ponto 1 ou a direita dele. Isso porque para níveis de integração econômica abaixo desse ponto, a curva de GG situa-se abaixo da curva LL, o que significa que o ganho de eficiência obtido pelo ingresso do país não compensaria a perda que o mesmo sofreria dado a maior instabilidade no seu emprego e produto, não sendo economicamente benéfico para ele. No entanto, se o grau de integração for maior ou igual ao ponto de equilíbrio onde as curvas se cruzam, será economicamente benéfico para o país ingressar na zona comum, pois o ganho de eficiência que será gerado pelo ingresso superará a perda de estabilidade.

#### **II.4 –Pontos a serem ressaltados em uma união monetária como a União Europeia**

A teoria discorre sobre áreas monetárias em geral. Por isso, nessa seção serão ressaltados apenas os pontos que são de maior relevância para o estudo do caso da União Europeia especificamente.

Um dos tópicos relevantes é o fato de que ao ingressar na Zona do Euro o país “importa” a credibilidade dos outros países já participantes. Isso ocorre porque o país só pode ingressar na zona depois de atingir dados padrões (de nível dívida/PIB por exemplo) os quais o tornam mais sustentável e por conseqüência melhoram sua credibilidade. Outro fator que contribui para credibilidade é que caso venha ocorrer alguma situação que traga adversidade a esse país, a comunidade inteira irá se mobilizar em prol de ajudá-lo. E, como já citado anteriormente, porque o trade off entre expansão de curto prazo em detrimento de inflação no longo é mitigado, pois o formulador de política monetária não tem independência para agir livremente.

Outro ponto importante é que dado esse nível similar de credibilidade entre os países, a ausência de variação de taxas de câmbio, e a impossibilidade de se praticar política monetária ativa, há uma equalização das taxas de juros, preços e salários. Levando a um maior nível de integração bancária, benéfica em tempos prósperos, mas que pode ser fatal em épocas de crise, ampliando o risco de contágio.

### **III – Referencias históricas que levaram a união monetária Europeia**

A União Europeia é constituída hoje por 27 países ( Áustria , Bélgica, Bulgária, Chipre, Republica Chega, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Polônia, Portugal, Romênia, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Suécia e Reino Unido), 16 desses compõe a Zona do Euro (Áustria, Bélgica, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Portugal, Eslováquia, Eslovênia, Espanha).

O Euro foi instituído como moeda única em 1 de janeiro de 1999, as notas e moedas de Euro entraram em circulação fisicamente em 12 (Bélgica, Alemanha, Irlanda, Espanha, França, Itália , Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal, Finlândia e Grécia) dos 16 países acima citados em 1 de janeiro de 2002. Outros países adotaram a moeda posteriormente à medida que foram se enquadrando nos padrões para tanto. Esses países foram Eslovênia em 2007, Chipre e Malta em 2008, Eslováquia em 2009 e Estônia em 2011.

No entanto, para se alcançar o patamar que o Euro e a União Europeia têm hoje, foi percorrido um longo e árduo caminho, e um histórico antecedente de duas guerras mundiais. Esse capítulo sumará a história dos tratados que levaram ao alcance de uma moeda comum, e irá ressaltar os fatores necessários para o ingresso na Zona do Euro.

#### **III.1 - Relatório Werner:**

O Relatório Wener foi adotado pela EU em março de 1971, o mesmo “ recomendava a criação de uma autoridade central para orientar e harmonizar as políticas econômicas nacionais, concentrando as funções fiscais em nível da comunidade e acelerando a integração dos mercados de fatores e de commodities”<sup>1</sup> visando assim eliminar flutuações cambiais entre os países Europeus, centralizar as decisões de

---

<sup>1</sup> EICHENGREEN, Barry 2000

política e aumentar as transações intra europeias. Para tanto, propôs um programa em três fases que culminaria no alcance desses objetivos. As fases eram:

1. Redução das margens de flutuação;
2. Liberalização da movimentação de capitais, integração dos mercados financeiros, principalmente dos sistemas bancários;
3. Fixação formal das taxas de cambio entre diferentes moedas;

No entanto, com o fim do sistema de Bretton Woods, trazendo consigo a desvalorização do dólar, piorando assim a competitividade das moedas europeias, e com o choque do petróleo de 1973 as economias da Europa sentiram necessidade de utilizar suas políticas monetárias singulares. Assim sendo, procuraram uma forma alternativa de coordenar suas taxas de cambio, a “Serpente”, que atrelava as moedas e simultaneamente dava alguma autonomia às políticas monetárias, permitindo que as mesmas flutuassem entre si.

### **III. 2 - A serpente:**

Em 1971 foi assinado o acordo Smithosiano que triplicou o tamanho das bandas de flutuação frente ao dólar, e permitiu que as moedas europeias variassem entre si 9%. No entanto, essas taxas de flutuações eram muito altas para os objetivos da Comunidade Econômica Européia (CEE).

A serpente veio para limitar esse nível de flutuação alarmante. Tratava-se de um acordo informal de flutuações de taxa de cambio, instituído pela Alemanha, Holanda, Bélgica e Luxemburgo, aonde as taxas podiam flutuar bilateralmente dentro de uma margem de 2 ¼ % para cima ou para baixo (ou seja 4 ½ %). Para manter as economias dentro da margem de flutuação foram instituídas facilidades creditícias de curto e curtíssimo prazo, para ajudar os países de moedas fracas. E também foi criado o Fundo europeu de cooperação monetária que tinha como função monitorar as políticas



monetárias europeias, supervisionar a operação das linhas de crédito e autorizar realinhamentos.

Por vezes, a “Serpente” foi adotada e abandonada por outros países europeus, isso é mostrado no quadro 1 aonde se encontram cronologicamente listados os acontecimentos desse período. E por mais que as participações da França, Itália e Inglaterra tenham sido breves a cobra serviu como base para a criação do Sistema monetário Europeu.

Entretanto, a serpente se mostrou também insustentável devido a ausência de uma autoridade que controlasse eficaz e coordenadamente os bancos centrais de cada país. Além das tendências inflacionárias introduzidas pelo choque do petróleo e das turbulências nos mercados de commodities, que não foram devidamente amortecidos, pois não foram praticados os ajustes fiscais previstos que ajudariam os países de moedas fracas a se manter dentro dos níveis de flutuações.

**Tabela 1:**

---

1972		
	24 de abril	Acordo de Basileia entra em vigor. Os países membros são Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda
	1º de maio	Admissão do Reino Unido e da Dinamarca
	23 de maio	Admissão da Noruega
	23 de junho	Saída do Reino Unido
	27 de junho	Saída da Dinamarca
	10 de outubro	Readmissão da Dinamarca
1973		
	13 de fevereiro	Saída da Itália
	19 de Março	Transição para flutuação conjunta: cessam as intervenções para manter margens fixas em relação ao dólar ("Tunel")
	19 de Março	Admissão da Suécia
	3 de abril	Aprovação do estabelecimento de um Fundo Monetário de Cooperação Europeia
	29 de junho	O marco alemão é valorizado em 5,5%
	17 de setembro	O florin holandês é valorizado em 5%
	16 de novembro	A coroa norueguesa é valorizada 5%
1974		

1975	19 de janeiro	Saída da França.
1976	10 de julho	Readmissão da França
	15 de março 17 de outubro	Nova saída da França
		Acordo em torno de mudanças nas taxas de câmbio: ("realinhamento de Frankfurt"): a coroa dinamarquesa é desvalorizada em 6%, o florin holandês e o franco belga em 2% e as coroa norueguesa e sueca em 3%.
1977	1º de abril	A coroa sueca é desvalorizada em 6% e as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 3%
	28 de agosto	Saída da Suécia; as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 5%
1978	13 de fevereiro	A coroa norueguesa é desvalorizada em 8%
	17 de outubro	O marco alemão é valorizado em 4%, o florin holandês e o franco belga em 2%
	12 de dezembro	A Noruega anuncia a decisão de sair

---

Fonte: Gros e Thygesen(1991), p.17

### III.3 - SME:

O Sistema Monetário Europeu surgiu, então, para suprir as deficiências do sistema da Serpente e visando a continuação da caminhada para a zona monetária comum. Iniciou-se em março de 1979 com oito países membros – França, Alemanha, Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Holanda. Posteriormente, houve a adesão da Espanha, em 1989, da Grã-Bretanha, em 1990 e de Portugal no início de 1992.

Esse sistema contava com sofisticções em relação ao sistema anterior, que eram:

i) A instituição do Fundo Monetário Europeu, que veio para substituir o antigo Fundo Monetário de Cooperação Européia. O FME tinha como objetivos administrar os mercados de câmbio e monetário e criar reservas em *ecus*<sup>2</sup> que fariam papel de direitos especiais de saques europeus.

---

<sup>2</sup> Tratava-se de uma moeda composta, formada por percentagens determinadas de cada uma das moedas participante estabelecidas em função da contribuição do respectivo país ao PNB da Comunidade e às trocas comunitárias. O valor do conjunto calculava-se multiplicando o peso atribuído a cada moeda pela sua taxa de cambio em relação ao ecu.

ii) Mecanismo da Taxa de Câmbio (MTC), no qual as taxas eram atreladas e podiam variar  $4 \frac{1}{2} \%$  em relação ao par, ou 6% para os países em situações especiais. Visto que esses precisavam de maior grau de liberdade por sofrerem mais pressões inflacionárias, como a Itália, ou por precisarem de um período de ajuste após o ingresso, como Portugal, Espanha e Grã-Bretanha.

iii) A criação de um mecanismo que visava estender o crédito de países que possuíam moedas fortes para os de moedas fracas, caso a moeda do segundo estivesse se desvalorizando muito perante a alguma outra do sistema.

iv) A instituição de realinhamentos monetários periódico, que ocorreram onze vezes entre março de 1979, quando o sistema foi implementado, e janeiro de 87. Esses realinhamentos foram apenas suficientes para cobrir as diferenças inflacionárias, não influenciando assim no aumento de competitividade das moedas.

Ao longo dos anos 80 nenhum membro foi forçado a abandonar o mecanismo, diferentemente do que ocorreu na Serpente, apesar da França ter sofrido momentos de dificuldades e chegado a cogitar essa possibilidade. Entretanto, esse fato que conota o sucesso do SME até 1992, não se deveu apenas a suas sofisticções, mas também a visível cooperação e comprometimento dos países membros, que contribuíram para diminuição de pressões especulativas e inflacionárias. Além disso, devido ao fato de ter ocorrido em um período economicamente mais favorável do que o período da Serpente. Ainda que nos primeiros quatro anos de SME tenham sido sentidos resquícios dos choques anteriores.

Contudo, o sistema não se mostrou simétrico como se pretendia, em realidade o Marco Alemão fez o papel da n-ésima moeda, que o dólar possuía no sistema de Breton Woods. Dado que os países estavam, ao participar do SME, importando a credibilidade do Bundesbank em manter baixa a taxa de inflação, com isso possuíam maiores preocupações em manter suas taxas de câmbio dentro das margens de flutuação em relação ao Marco.

### III. 4 – *Single European Act*

O Single European Act foi assinado em 1986, revisava os antigos tratados e tinha como principal objetivo, através de 300 propostas, concluir o mercado interno único Europeu em 1992. Ou seja, o principal objetivo do SEA era promover a liberalização completa do comércio e dos movimentos de capital, trabalho, pessoas e serviços entre os países membros da EU, por meio da remoção por completo das barreiras ainda existentes.

É importante ressaltar que o SEA era necessário, pois durante as épocas de crise os países haviam praticado inúmeras políticas nacionalistas, e existia necessidade de se voltar a trilhar o caminho em direção a um mercado comum. Para tornar possível essa integração dos mercados, o SEA promoveu um embasamento político, exemplo disso foi a exigência de maioria e não de unanimidade, como ocorria no tratado de Roma, do *Council of Ministers* na hora de votar medidas referentes a liberalização dos mercados.

Posteriormente, em 1988 houve o Relatório Dollors que recomendou a transição em três estágios para a meta de uma União Econômica e Monetária (UEM), na qual haveria uma só moeda e um só Banco Central Europeu operando em nome de todos os membros da EU. Os três estágios seriam:

- i) Todos os membros deveriam ingressar no mecanismo das taxas de câmbio (MTC).
- ii) As margens de flutuação das taxas de câmbio iriam se estreitar progressivamente e certas decisões de política macroeconômica seriam mais controladas.
- iii) A introdução de uma moeda única e centralização das políticas monetárias sobre o comando de um único banco central europeu.

### III.5 - Tratado de Maastricht:

O tratado de Maastricht, foi baseado no Relatório Delors e propunha uma transição em três etapas, aonde a última seria a introdução de uma moeda única. Este foi assinado em 29 de Julho de 1992, instituindo assim a União Europeia e ditando as condições para que a união monetária fosse de fato alcançada.

Para que as etapas sugeridas pelo Relatório Delors não demorassem tempo demais para que se concretizassem o tratado de Maastricht instituiu datas para as transições entre elas. A primeira etapa, na qual foram retirados os mecanismos de controle de capital e aumentou-se a independência dos bancos centrais, já tinha sido considerada iniciada em 1990. O começo da segunda etapa se daria em 1º de janeiro de 1994. Em 1996 haveria uma reunião dos países membros da UE para averiguar se a maioria deles já havia atingido os critérios de convergência, e assim sendo poderiam escolher a data para a transição para terceira etapa, caso uma data não fosse marcada, a terceira etapa começaria automaticamente em 1º de janeiro de 1999.

Os quatro critérios de convergência, exigidos pelo tratado, para que os países estivessem aptos a ingressar na zona do Euro eram:

(i) “Artigo 1º

Por critério de estabilidade dos preços, a que se refere o no 1, primeiro travessão, do artigo 109o-J do presente Tratado, entende-se que cada Estado-membro deve **registrar uma estabilidade dos preços sustentável e, no ano que antecede a análise, uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1,5 % a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. A inflação será calculada com base no índice de preços no consumidor (IPC) numa base comparável, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.**”

(ii) “1. Os Estados-membros devem evitar défices orçamentais excessivos.

2. A Comissão acompanhará a evolução da situação orçamental e do montante da dívida pública nos Estados-membros, a fim de identificar desvios importantes. Examinará, em especial, o cumprimento da disciplina orçamental com base nos dois critérios seguintes:

a) Se a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto:

- se essa relação tiver baixado de forma substancial e contínua e tiver atingido um nível que se aproxime do valor de referência;

- ou, em alternativa, se o excesso em relação ao valor de referência for meramente excepcional e temporário e se aquela relação continuar perto do valor de referência;

b) Se a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto se essa relação se encontrar em diminuição significativa e se estiver a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência.

Os valores de referência encontram-se especificados no Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de défice excessivo, anexo ao presente Tratado.

(...)

PROTOCOLO sobre o procedimento relativo aos défices excessivos

Artigo 1º

Os valores de referência a que se refere o no 2 do artigo 104o-C do presente Tratado são:

- 3 % para a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto a preços de mercado;

- 60 % para a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto a preços de mercado. “

(iii) “Artigo 3o

Por critério de participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, a que se refere o no 1, terceiro travessão, do artigo 109o-J do presente Tratado, entende-se que **cada Estado-membro respeitou as margens de flutuação normais previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem tensões graves durante pelo menos os últimos dois anos anteriores à análise, e nomeadamente não desvalorizou por iniciativa própria a**

**taxa de câmbio central bilateral da sua moeda em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro durante o mesmo período.”**

(iv) “Artigo 4o

Por critério de convergência das taxas de juro, a que se refere o no 1, quarto travessão, do artigo 109o-J do presente Tratado, entende-se que, **durante o ano que antecede a análise, cada Estado-membro deve ter registado uma taxa de juro nominal média a longo prazo que não exceda em mais de 2 % a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. As taxas de juro serão calculadas com base em obrigações do Estado a longo prazo ou outros títulos semelhantes, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.**”<sup>3</sup>

O tratado previa que o critério (ii) seria continuamente controlado, mesmo após o ingresso do país na união monetária, e os países que não o cumprissem ficariam sujeitos a penalidades. No entanto é importante ressaltar que esse critério não foi exigido de maneira rígida, aceitando países que pareciam ter déficits e dívidas sustentáveis, por mais que os mesmos não fossem abaixo de 3% e 60% do PIB respectivamente.

### **III.6 – Crise de 1992**

Com a saída de cena dos realinhamentos periódicos a válvula de escape que permitia os membros da Serpente operarem em um sistema de taxas de câmbio relativamente estáveis foi eliminada. Tão logo isso ocorreu vários choques foram sentidos a partir de 1990.

Esses choques foram (i) a recessão mundial que fez crescer as taxas de desemprego na Europa, o que levou a um menor apoio a políticas de austeridade fiscal. (ii) O fato do Bundesbank ter começado a aumentar as taxas de juros da Alemanha progressivamente para conter pressões inflacionárias provindas da reunificação, como a Alemanha ocupava um papel central no sistema todos os demais países sofreram pressões para aumentar suas taxas de juros também sem, no entanto,

---

<sup>3</sup> Tratado de Maastricht (1992)

estarem apresentando crescimento.(iii) A diminuição da receita dos países que exportavam para o leste europeu, e a necessidade de recursos para ajudar na transformação das economias da Europa Oriental. (iii) E a desvalorização do dólar perante as moedas européias, o que as torna menos competitivas no cenário internacional.

No início de 1992 tudo parecia estar correndo bem, pois apesar desses choques negativos nenhum dos países havia saído da margem de flutuação permitida. Entretanto esses choques trouxeram dúvidas sobre a sustentabilidade de uma zona monetária única. Com isso criaram-se especulações a respeito da assinatura do tratado de Maastrich pelos países, pois caso algum deles viesse a não assinar de fato não fazia sentido para os demais manter as políticas praticadas para que a união fosse possível.

Essas pressões especulativas atingiram o sistema a partir de junho de 1992, desse ponto em diante as moedas começaram progressivamente a atingir os limites de suas bandas de flutuação, e a ultrapassá-los. Essa crise se estendeu por aproximadamente um ano, e só teve final quando os níveis de flutuações permitidos foram revisados, as novas bandas instauradas foram de mais ou menos 15%. Com essa medida houve a volta da crença que os países membros iriam permanecer dentro de suas bandas de flutuação e com isso os ataques especulativos chegaram ao fim.

### **III.7- Introdução do Euro**

Em 1994 começou a segunda etapa da união, como havia sido previsto, nesta houve maior convergência de políticas econômicas nacionais e a criação do Instituto Monetário Europeu, que foi a instituição que precedeu o Banco central Europeu.

Em 1998 houve uma conferencia entre os membros da EU para se analisar que países haviam de fato atingido os critérios de convergência. Onze países, então, foram considerados aptos a ingressar na Zona do Euro esses foram Áustria, Bélgica, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Portugal, Eslováquia, Eslovênia, Espanha. Dos mesmos nem todos se



enquadravam exatamente nos critérios exigidos, como por exemplo Bélgica e Itália que tinham uma relação dívida/PIB em torno de 100%.

Em 1999 o Euro foi instituído como moeda única, e em 1º de janeiro de 2002 concluindo-se assim a terceira fase.

É importante ressaltar que desde a instituição do Euro já havia uma certa negligência em relação aos critérios de convergência, que veio a se mostrar um ponto crítico da União ultimamente, como é comentado no próximo capítulo.

## **IV – Euro: de sua instituição aos dias de hoje**

### **IV.1 - Teoria da convergência pré crise**

Com a entrada em circulação do Euro como moeda única em primeiro de janeiro de 2002, a União Européia atingiu o maior grau de integração já visto em blocos econômicos ao longo de toda a história. A concretização dessa União, em forma de moeda, gerou um aumento de credibilidade do bloco como um todo aos olhos dos investidores.

Esse aumento de credibilidade se deu por três diferentes fatores:

(i) Pela crença de que os critérios de convergência exigidos pelo tratado de Maastricht, explicitados no capítulo anterior, seriam acompanhados de maneira rígida. Esses critérios visavam a sustentabilidade da dívida e do déficit a longo prazo e, também, proteger os países de pressões especulativas.

(ii) Através dos benefícios trazidos pela união monetária em si, que estão extensamente detalhados no primeiro capítulo. Seriam estes, principalmente, o aumento das transações correntes e a mitigação do risco de vieses inflacionários, que conjuntamente ocasionariam um aumento dos PIBs dos países membros.

(iii) O consenso de que se algum choque atingisse de maneira adversa algum dos países que faziam parte da zona, o Banco Central Europeu interviria na economia desse país, injetando capital para que a mesma não colapsasse.<sup>4</sup>

O aumento geral de credibilidade da zona do Euro levou, em 2001, a convergências das taxas de juros das economias integrantes. Essa convergência pode ser observada no gráfico 4, aonde são comparadas as taxas de juros dos títulos das dívidas

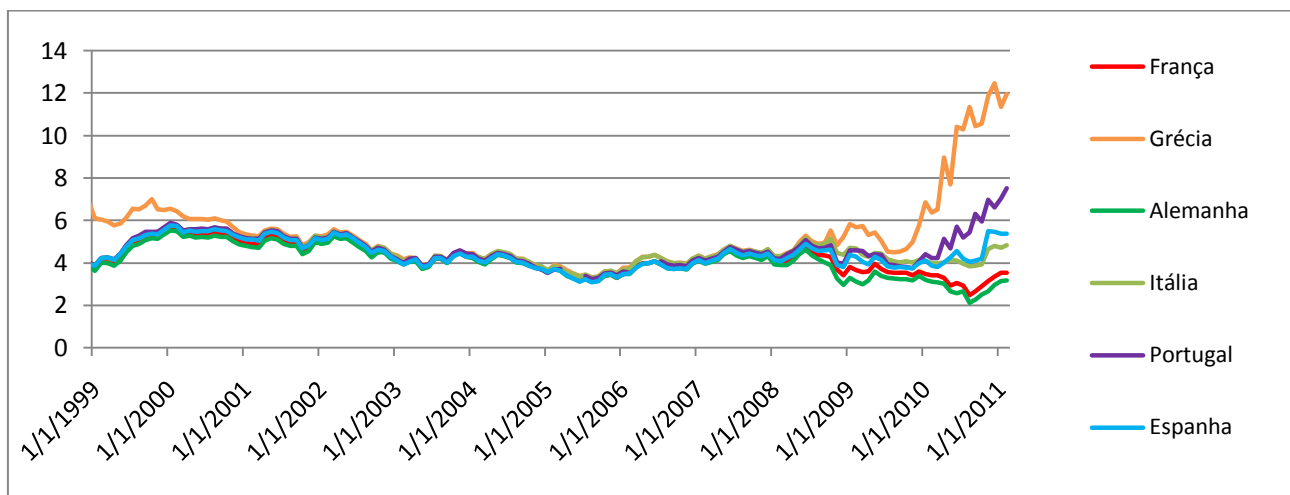
---

(i) <sup>4</sup> O que ocorreu durante a crise, mas como todos os países foram atingidos por choques adversos, os gastos para que esse tipo de política fosse de fato completamente eficientes seriam fiscalmente insustentáveis.

governamentais com 10 anos de maturidade dos países estudados. Conseqüentemente, países com piores níveis de risco, ao ingressarem na União acabaram por incorporar a credibilidade da mesma, igualando suas taxas a dos países com menores níveis, como a Alemanha.

#### Gráfico 4:

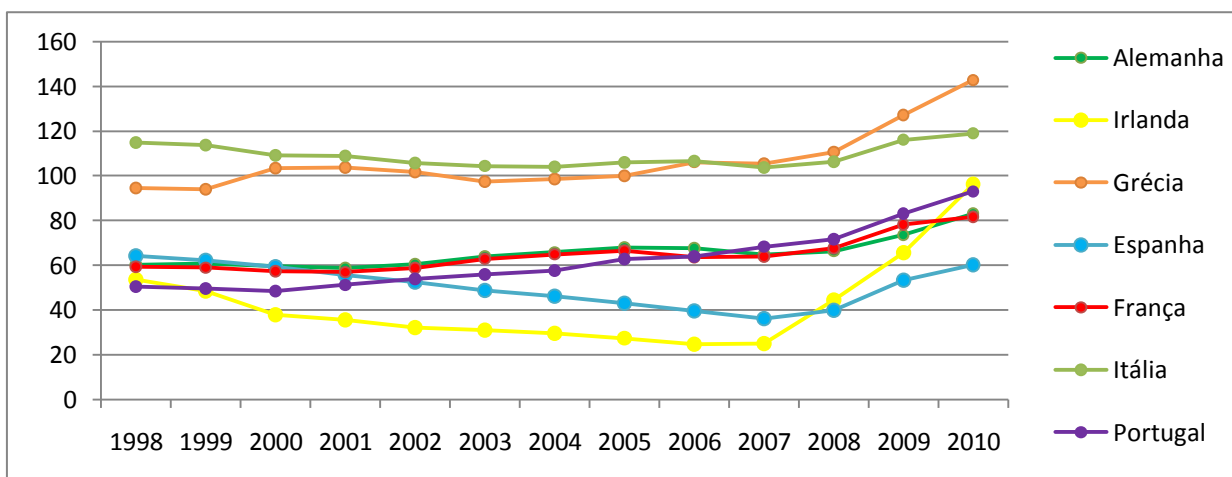
#### Taxas de juros dos títulos das dívidas públicas



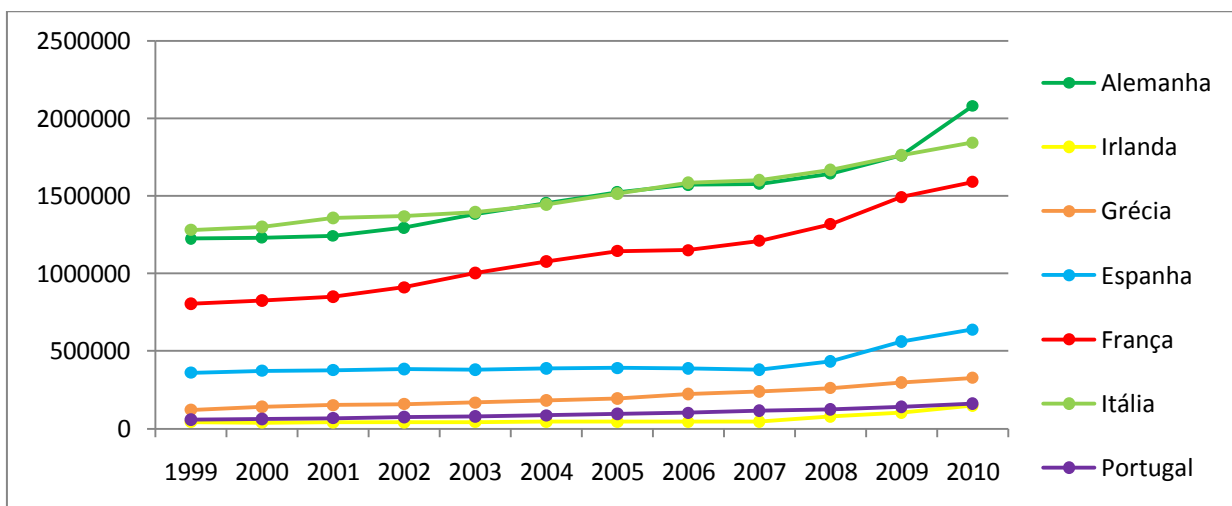
Fonte: Bloomberg

Essa capacidade de captar recursos no mercado a preços baixos em comparação com o nível de risco, conferida a alguns países os levou a se endividarem mais do que seria sustentavelmente ótimo conforme é constatado no próprio “European Economic Forecast” do outono de 2010<sup>5</sup>. Isso não foi tão percebido de 2001 à 2007, quando a relação dívida/PIB se mantinha sustentável ou até decaindo, em certos momentos, pois o PIB se encontrava em uma trajetória de crescimento, como pode ser constatado no gráfico 5 no qual constam as razões de dívida/PIB. No entanto, a dívida bruta de todos os países cresceu substancialmente nesse período, fato demonstrado no gráfico 6.

<sup>5</sup> Na seção “The impact of fiscal consolidation on Europe’s economic outlook”

**Gráfico 5: Dívida/ PIB**

Fonte: Eurostats

**Gráfico 6: Dívida Bruta**

Fonte: Eurostats

#### IV.2- Conseqüências da crise

A crise norte americana de 2007 reverteu drasticamente o cenário econômico favorável que vinha se desenrolando, desde a introdução do Euro como moeda. Com o alastramento da crise para os países da zona do Euro, foram revelados e intensificados problemas estruturais, que no período anterior (de grande influxo de capital e baixas taxas de juros) não eram devidamente percebidos.

#### IV.2.1 - Canais de transições diretos

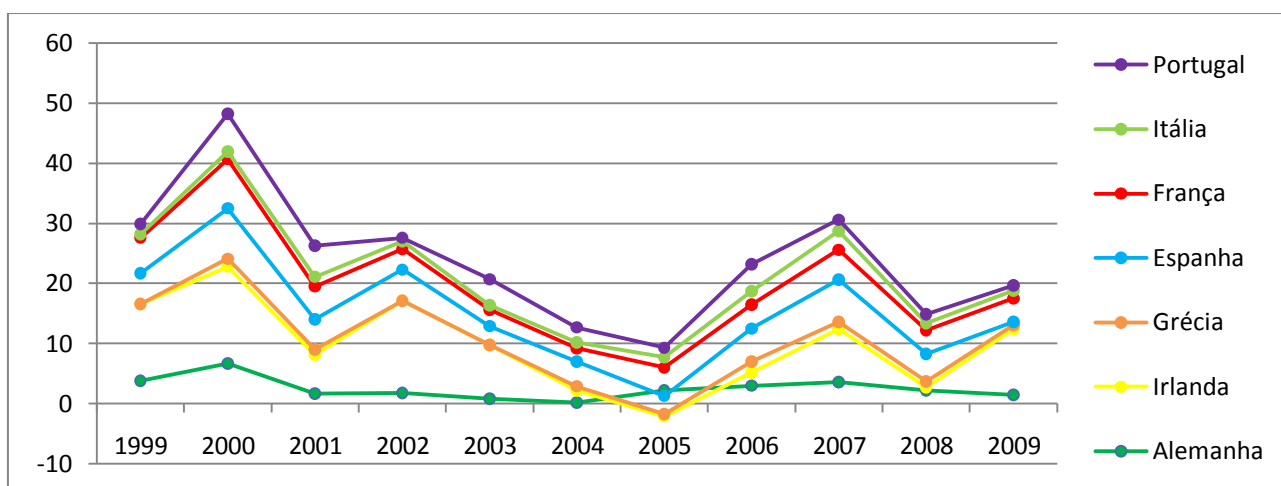
Os países europeus foram afetados de forma direta por três vias:

(i) Devido ao entrelaçamento dos sistemas financeiros europeu e americano. Os bancos Europeus detinham uma grande quantia de títulos imobiliários americanos, e com isso o sistema bancário Europeu sofreu um contágio imediato.

(ii) Pelo canal das transações correntes, já que as exportações para os EUA e países emergentes, afetados com a crise, diminuíram.

(i) E pela diminuição do investimento estrangeiro direto.

**Gráfico 7: Investimento estrangeiro direto como % do PIB**



Fonte: Eurostats

Com a crise, também, viu-se que os riscos de devedores vinham sendo precificados erroneamente, o que levou a instauração de uma incerteza geral. Não obstante, houve uma queda brusca nos preços dos ativos com a eclosão da bolha imobiliária. Esses dois fatores combinados afetaram as economias de diferentes maneiras, de acordo com o seu nível de credibilidade e de transações, tanto de bens e serviços quanto de capitais.

#### IV.2.2 - Canais de transmissões macroeconômicos

Para análise de como essa transmissão da crise para as economias européias se deu de maneira indireta, serão utilizados os canais de transmissão de política monetária<sup>6</sup>. Na medida em que essa queda no preço dos ativos, devido tanto a queda real quanto a diminuição da credibilidade<sup>7</sup> afetaria a economia, pelos canais que serão explicitados, da mesma maneira que uma política montaria contracionista o faria. Os mecanismos de transmissão seriam:

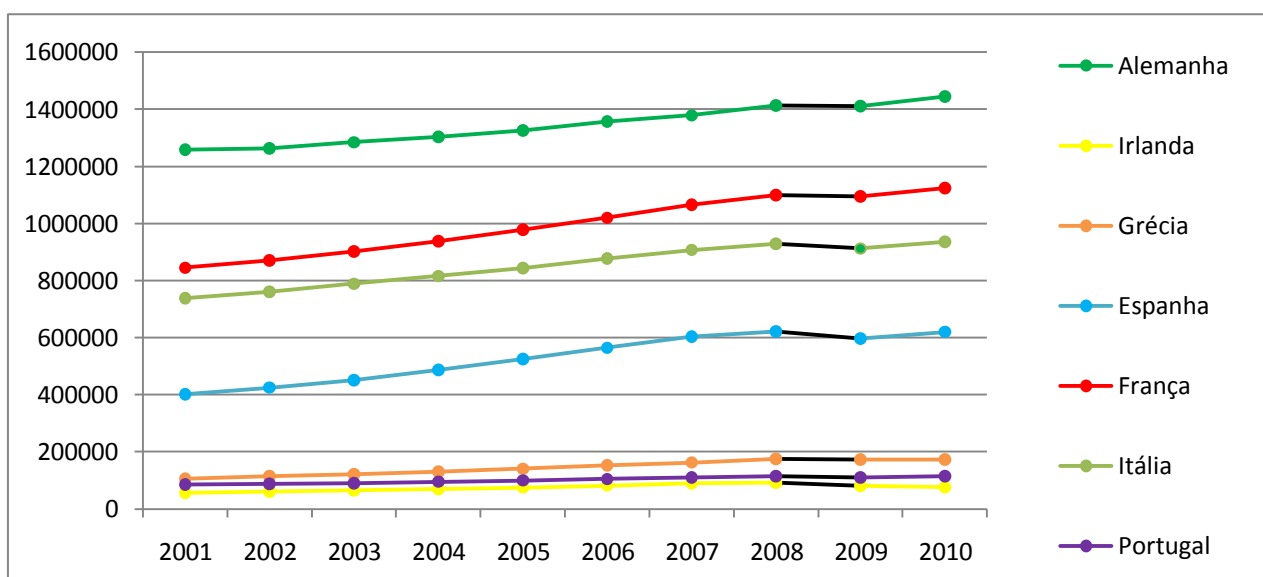
Canal do valor das ações – firmas ( $q$  de Tobin<sup>8</sup>): Com preços menores dos ativos da economia, devido tanto ao aumento da incerteza quanto as desvalorizações, principalmente do setor imobiliário, há uma diminuição na razão descrita pelo  $q$  de Tobin. Esse  $q$  é definido como o valor de mercado das firmas dividido pelo custo de reposição do capital. Quando o  $q$  é baixo novos bens de capital ficam caros em relação ao valor de mercado das firmas. Dado essa diminuição do  $q$ , o período de crise se torna um momento inadequado para que as companhias captem dinheiro no mercado, e se engajem em políticas de investimento, ocasionando assim uma diminuição de investimentos, seguida de uma contração no produto.

Canal do efeito riqueza: A diminuição dos preços dos ativos, pelos motivos já citados, leva a uma diminuição da riqueza/renda e do bem estar da economia. Logo, há uma queda no consumo, tanto porque o consumo é uma proporção da renda, como porque a propensão a consumir diminui, pois em períodos de grande incerteza a propensão marginal a poupar é maior. Essa diminuição do consumo conseqüentemente leva a uma diminuição do produto da economia, que pode ser verificado no gráfico 8 que ilustra o consumo total dos *households* e das ONGs. Essa diminuição só começa a ser sentida do ano de 2008 para 2009.

---

<sup>6</sup> Boivin, Kieley e Mishkin (2009)

<sup>7</sup> Que já estaria precificada no preço dos ativos tendo como base a Teoria dos Mercados Eficientes - Eugene Fama (1960)

**Gráfico 8: Consumo final de *households* e ONGs**

Fonte: Eurostats

Canal de empréstimos bancários – com o colapso do sistema bancário, há uma diminuição nos depósitos, conseqüentemente há menos capital no sistema para ser emprestado. Essa diminuição de recursos, somada a aversão ao risco, que é elevada em tempos de crise, levaram os bancos a restringirem suas ofertas de crédito, diminuindo assim os empréstimos bancários. A queda de empréstimos levou a um menor nível de investimento, e, por conseguinte a um nível menor de produto.

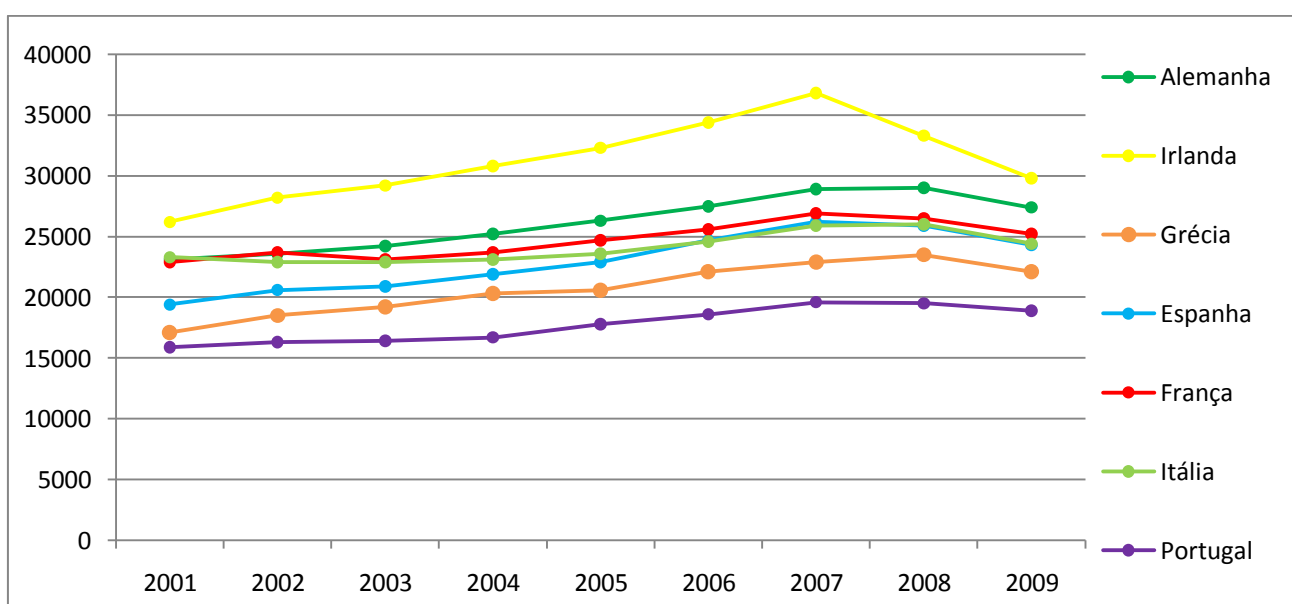
Canal do “capital” bancário – com o declínio dos preços dos ativos nos mercados financeiros há uma diminuição do capital bancário, visto que esses ativos integram as carteiras dos bancos. A redução do capital, por sua vez, faz com que os empréstimos decaiam, o que reduz o nível de consumo e de investimento na economia, levando assim a um decréscimo no nível de produto.

Como pode ser notado, todos esses canais levam a uma queda no produto da economia. No entanto, o aprofundamento da crise nos países europeus não aconteceu apenas pelo lado monetário, mas também, e em maior parte por complicações fiscais.

### IV.3 - Problemas fiscais

No período que vai da introdução da zona do euro até as vésperas da crise, o PIB dos países da união traçavam trajetórias de crescimento. Além disso as economias experimentavam grande influxo de capital e a zona do Euro parecia prosperar, logo o aumento da dívida foi sendo negligenciado. Com a crise, os PIBs desses países que se encontravam artificialmente altos por preços de ativos elevados, altos índices de consumo e investimento, devido as facilidades creditícias, e altos níveis de transações corrente, entraram em uma trajetória de declínio. Podemos observar isso no gráfico 9, onde é notado que a partir de 2007 todos os países analisados apresentaram contração em seus PIBs, ou índices de crescimento muito modestos.

**Gráfico 9: PIB euros (preços de mercado)**



Fonte: Eurostats

Notamos que pelo fato dos PIBs estarem muito elevados essa contração surge de forma brusca, no entanto as dívidas não apresentaram essa trajetória semelhante de declínio, o que ocorreu foi justamente o oposto. A dívida pública dos países aumentou drasticamente devido a três principais motivos:

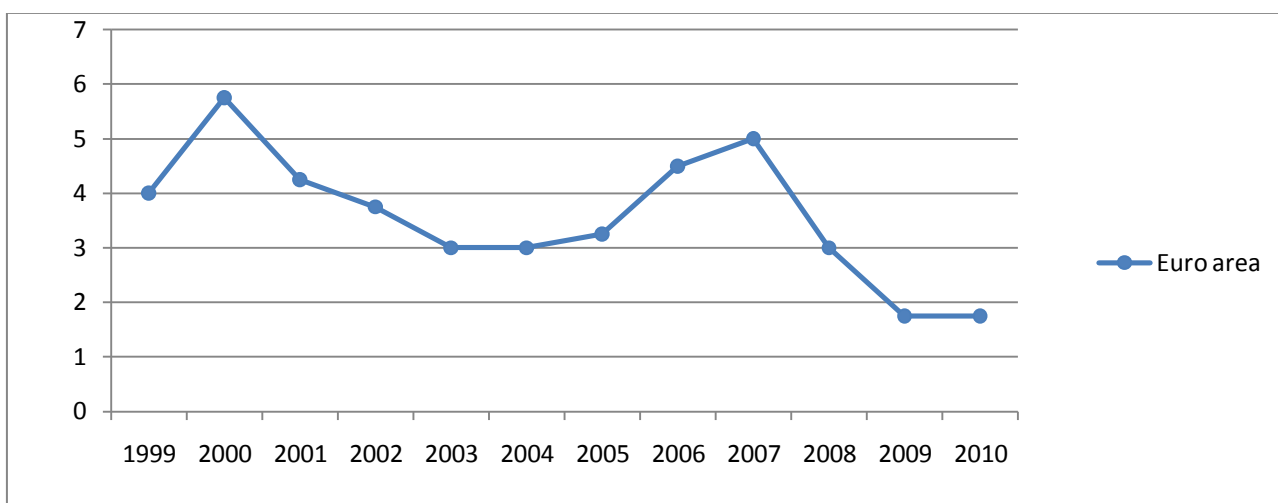


(i) Pelas intervenções dos governos, com injeções de capital, para salvamentos de instituições financeiras, e de empresas na economia, pois acreditava-se que os custos seriam maiores caso estas viessem a decretar falência.

(ii) Pelo programa coordenado de injeção de estímulo na economia, denominado *European Economic Recovery Plan*, que possuía caráter de política anticíclica. O resultado pretendido com a injeção de 200 Bilhões de Euros ( 1,5% do PIB total da União) era aumentar o poder de compra na economia que por sua vez tinha o objetivo de inflar a demanda e estimular a confiança como é explicitado no próprio documento<sup>9</sup>.

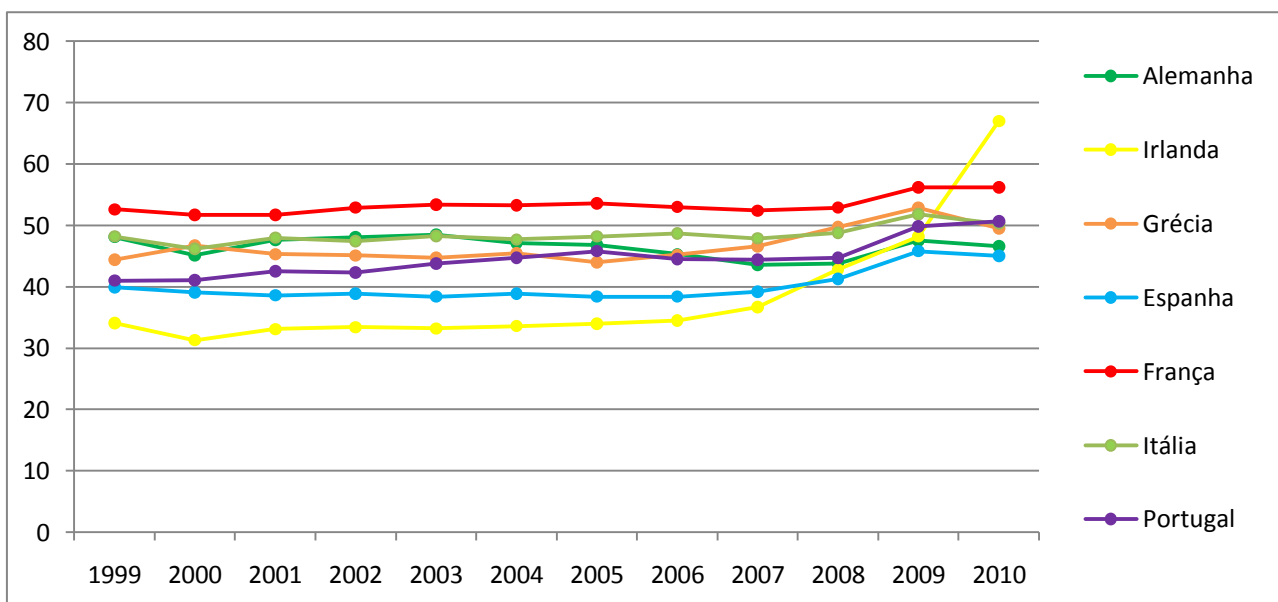
Esse estímulo foi concebido de maneira fiscal pela impossibilidade do Banco Central Europeu utilizar somente uma política de expansão monetária para concretizá-lo, dado que a taxa de juros básica das economias já encontrava-se em patamares baixos, conforme mostrado no gráfico 10. Já no gráfico 11 é possível ver o aumento dos gastos do governo devido aos motivos (i) e (ii).

**Gráfico 10: Juros**



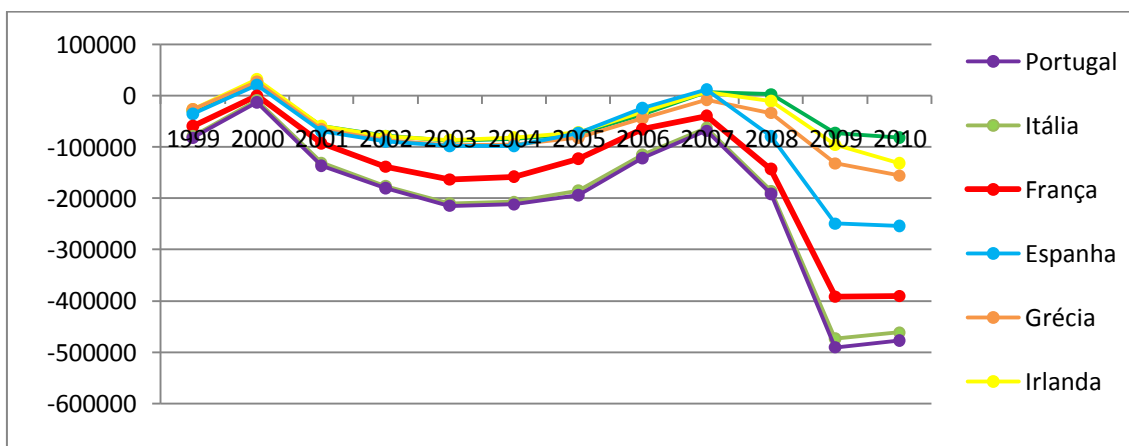
Fonte: Eurostats

<sup>9</sup> European Commission (2008)

**Gráfico 11: Gastos do governo % PIB**

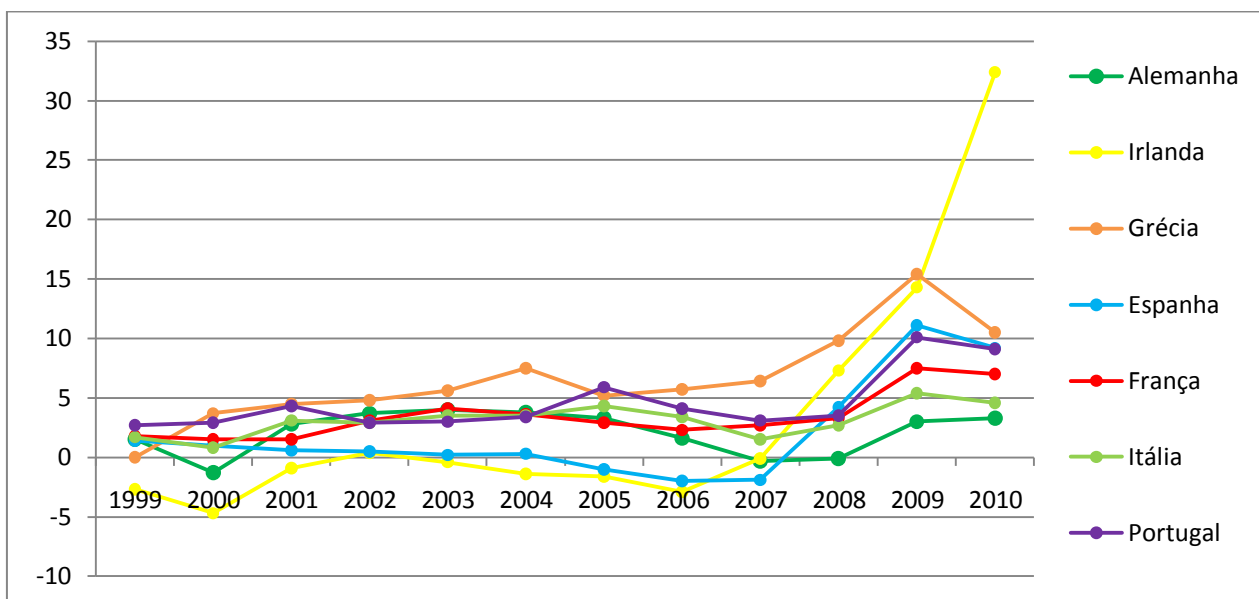
Fonte: Eurostats

(iii) Pelo aumento dos déficits fiscais, visto no gráfico 12, através da diminuição da renda, levando conseqüentemente a uma queda da arrecadação de tributos e, com isso há uma diminuição da renda do governo. Os déficits também aumentaram via aumento dos gastos com seguros desemprego, e medidas de caráter social.

**Gráfico 12: Déficit/Superávit fiscal**

Fonte: Eurostats

Devido aos motivos acima citados, as relações dívida/ PIB e déficit/PIB atingiram níveis insustentáveis apresentados nos gráficos 5 e 13 respectivamente.

**Gráfico 13: Déficit/PIB**

Fonte: Eurostats

#### IV.4 - Cronologia do contágio

Conforme explicitado por Arghyrou e Kantonikas(2010) Começou a ser difundida a idéia de que os riscos efetivos de cada país não estavam sendo levados em consideração, e que a precificação igualitária dada ao bloco Europeu como um todo, não era mais coerente com o novo cenário. Além da crise ter revelado diferenças fundamentais entre os indicadores macroeconômicos europeus, dois outros fatores relevantes levaram os investidores a ter um olhar mais minucioso sobre a economia de cada país desse continente em particular:

(i) Os bancos de cada um dos países terem sido afetados diferentemente pela detenção de diversas quantidades de “títulos podres americanos”. Devido ao fato de problemas bancários serem facilmente transformados em problemas de solvência, via salvamento dos bancos feito pelos governos, fica claro que os problemas fiscais iriam ser de diferentes intensidades em cada um dos países, conforme analisado por Reinhart e Rogoff (2011). Esse fato também pode ser confirmado pelo nível de Déficit/ PIB, de 32% (gráfico 9) que a Irlanda chegou a atingir ano passado, quando tornou publico seus

déficits privados. Conseqüentemente não seria mais possível que a precificação dos riscos de cada um dos membros da União fosse semelhante.

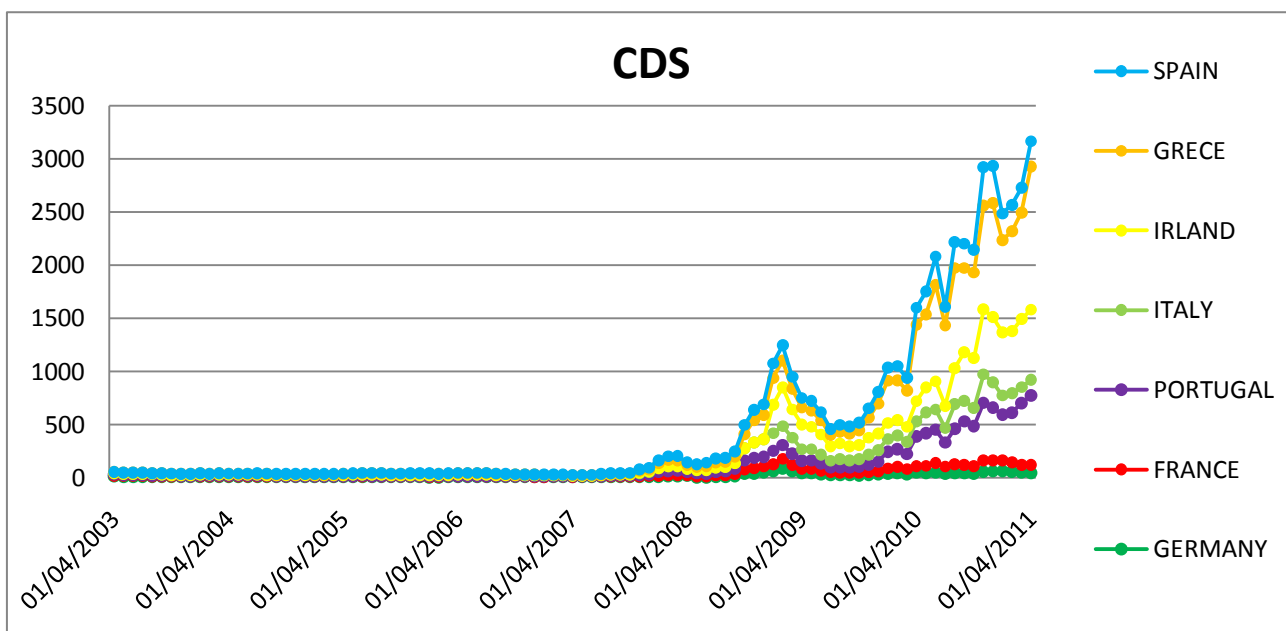
(ii) A revelação de que as contas públicas na Grécia foram mascaradas. Com a entrada de uma nova administração governamental na Grécia em 2009, deu-se conta que o governo anterior havia emitido um nível muito maior de dívida do que, na verdade, tinha sido anunciado. Abalando, então, ainda mais a crença na sustentabilidade dessa economia, e levando a um posterior contágio das demais economias que também experimentavam os mesmos altos níveis de dívida/PIB.

Devido a esses fatos, houve uma fuga de capital para países com baixíssimos níveis de risco como a Alemanha, que em 2009 chegou a proibir a compra de derivativos em seu mercado futuro, por medo de que uma bolha especulativa em relação ao mesmo surgisse.

Com o olhar mais atento do investidores aos indicadores macro econômicos, e com a perda de credibilidade da Grécia, os spreads dos títulos das dívidas de longo prazo(10 anos de maturidade) começaram a se diferenciar entre os países da Europa. E evidentemente os spreads de países com risco de solvência, como os PIIGS<sup>10</sup> começaram a subir vertiginosamente, tornando cada vez mais difícil para eles captarem recursos no mercado, aumentando assim ainda mais o preço de suas dívidas. Dessa maneira a probabilidade destes darem *default* em seus credores aumentou, o que pode ser observado no gráfico de “*Credit Default Swap*”, instrumento financeiro que está diretamente correlacionado com o risco de um país e a probabilidade do mesmo dar *default* em sua dívida.

---

<sup>10</sup> Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha.

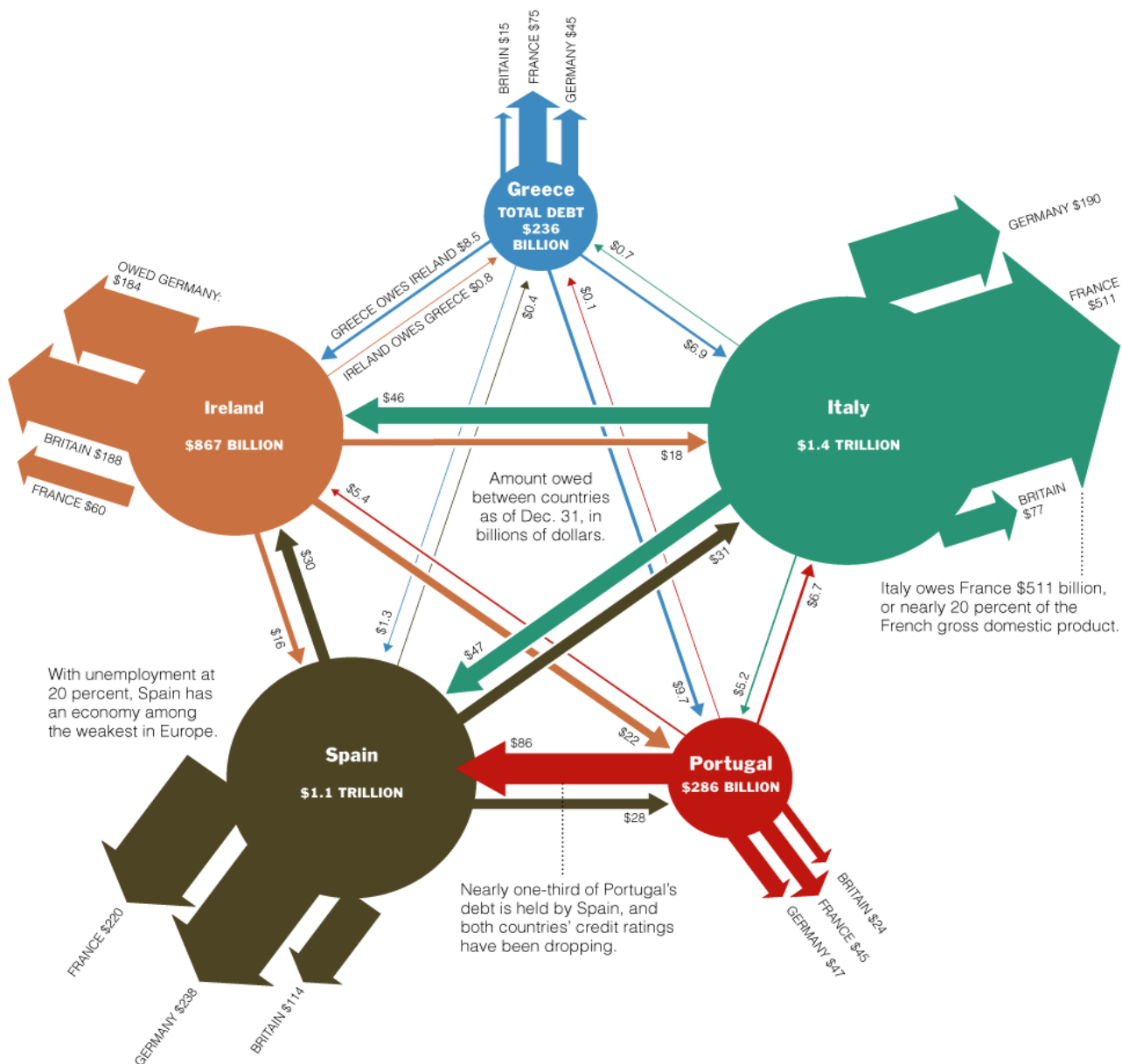
**Gráfico 14: Credit Default Swap**

Fonte: Bloomberg

O medo de que houvesse um contágio geral, principalmente das economias com problemas fiscais, levou o FMI juntamente com a UE a promoverem, em 2009, um pacote de salvamento para Grécia no valor de 110 bilhões de euros e a criação de um mecanismo de estabilização, de 750 bilhões de euros. Os recursos levantados para esses mecanismo de estabilização seriam utilizados em países que se encontrassem na mesma situação da Grécia dentro dos três anos seguintes.

O temor do contágio foi instaurado, pois o sistema bancário europeu é muito interligado, isso pode ser constatado visto que os maiores credores desses países insolventes são outros países também europeus, como Alemanha e França e Inglaterra. Esse fato está ilustrado no esquema abaixo, publicada no New York Times em maio de 2010, aonde pode ser vista a “Teia” da dívida dos PIIGs e seus maiores credores. Sendo assim um *default* da Grécia, ou de algum outro país que se encontrasse na mesma situação, se alastraria por todo sistema bancário das demais economias européias que possuíssem títulos de sua dívida em carteira.

**Gráfico 15: “Teia” da dívida Europeia, os valores estão expressos em bilhões de dólares**



Fonte: New York Time, Maio 2010

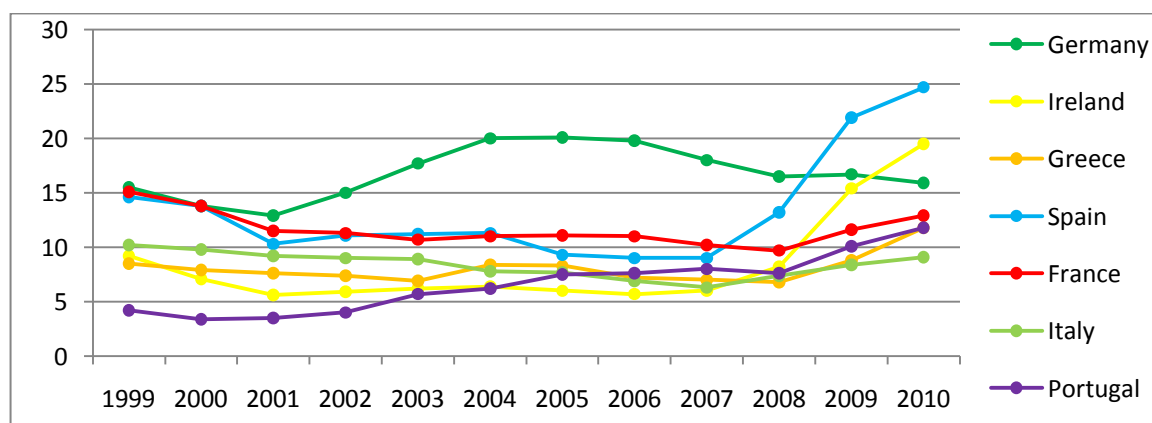
No entanto o contágio ocorreu de fato, não via de default, mas via diminuição da credibilidade de países que se encontravam em situações semelhantes. Com a queda dos graus de investimento durante a crise, principalmente após serem revelados os

problemas de solvência de Grécia, somente a injeção de recursos no sistema financeiro grego em maio de 2010 não foi capaz de conter o contágio. Com isso também se fizeram necessárias intervenções na Irlanda, em novembro de 2010, e em Portugal, em abril de 2011. Existe ainda risco da necessidade de ajuda a países de maior significância, como Espanha e Itália, no atual momento.

Para a implementação desses pacotes, e almejando a sustentabilidade do Euro a longo prazo foram exigidos desses países fortes medidas de austeridade fiscal visando a volta de credibilidade dos mesmos. O objetivo era que ao se perceber que esses países estavam engajados em melhorar seus indicadores econômicos, os investidores acreditariam que a diminuição do ritmo de crescimento dessas economias no curto prazo, causada pelo aperto fiscal, seria compensada por um maior crescimento sustentável no longo prazo, devido a uma maior competitividade que esperava-se que fosse alcançada.

Essas medidas são de fato necessárias, pois como analisado no capítulo um, países com taxas de câmbio fixas não são capazes de desvalorizar suas moedas e com isso gerar mais competitividade. Logo têm de sofrer uma deflação de preços e salários para que suas economias voltem a crescer no longo prazo. No entanto a solução de austeridade fiscal é muito custosa para a população, que se encontra enfrentando elevados níveis de desemprego (conforme mostrado no gráfico 11), aumento dos tributos, e diminuição de seus salários reais. Essa insatisfação é traduzida em greves que só vem atrapalhar mais o desenrolar da economia.

**Gráfico 16: Desemprego**



Fonte: Eurostats

## V – Conclusão

### V.1 - Correlacionando os fatos ocorridos com o fato da Europa ser ou não uma zona monetária ótima

Ao concretizar sua união monetária a União Européia, ao contrário do que previa o Tratado de Maastricht, preocupou-se principalmente com a expansão do bloco para apenas posteriormente concentrar-se nos critérios de convergência. Levando, então, a um grande bloco com uma alta heterogeneidade entre os países membros. Acreditavam que ao longo do tempo esses pontos divergentes entre as economias participantes seriam controlados.

Entretanto com a situação econômica aquecida, as taxas requisitadas pelos critérios, principalmente as de níveis de dívida e déficit, estavam artificialmente baixas e ainda assim não se encaixavam, e tampouco estavam caminhando para se encaixar nos níveis requeridos.

Como explicado na teoria das áreas monetárias ótimas, os países necessitam ser homogêneos entre si, para que ao sofrerem um choque adverso de demanda consigam absorvê-lo como união, assim enfrentando menos custos individualmente. Esses custos são maiores quando há heterogeneidades, pois cada país individualmente não é capaz de se utilizar de políticas monetárias expansionistas, não sendo possível, de tal forma, desvalorizar suas moedas visando aumento de competitividade.

Assim sendo, o que está ocorrendo agora pode ter sido provocado tanto pelo fato da União Européia não ser realmente uma união monetária ótima, como pela questão das autoridades terem negligenciado os critérios básicos que possibilitariam uma união sustentável. Não há como prever o que ocorreria se os critérios de convergência do tratado de Maastricht houvessem sido seguidos, no entanto é importante ressaltar que a crise na Europa desenvolveu-se em duas etapas. A primeira foi o impacto inevitável da crise do *subprime*, e a segunda foi a crise da credibilidade e fiscal dos países que podem vir a apresentar problemas de solvência. Visto isso é importante ressaltar que a segunda



etapa da crise certamente poderia ter sido evitada se os critérios houvessem sido respeitados de maneira rígida.

## **V.2 – Soluções possíveis**

Atualmente, então, os países estão pagando o preço da heterogeneidade. As populações da Grécia, da Irlanda, de Portugal e da Espanha, vêm sofrendo com apertos fiscais que no curto prazo estão trazem menores salários, aumento do desemprego e maiores taxas de impostos, para que a competitividade e a credibilidade possam ser readquiridas e se possa assim ter uma perspectiva de crescimento no longo prazo. No entanto as dívidas continuam em patamares insustentavelmente elevados.

As quatro soluções possíveis citadas por Kruguman, em uma matéria publicada no The New York Times em janeiro desse ano, são as seguintes:

(i) A contínua injeção de capital combinada com severas medidas de austeridade fiscal. Tendo em vista, assim, a volta da credibilidade e a da competitividade das economias com riscos de insolvência, tornando-as capazes de pagar suas dívidas e se reerguerem no longo prazo.

(ii) A reestruturação ou o default das dívidas, trazendo de volta assim a crença na sustentabilidade dessas economias, e livrando-as de pressões especulativas.

(iii) A saída desses países da União Européia, e com isso a introdução de moedas nacionais, que poderiam ser de fato desvalorizadas.

(iv) A União Fiscal da Zona do Euro, que ao remanejar os déficits e superávits entre os países e ao praticar uma fiscalização cada vez mais rígida restringindo autonomia fiscal de cada um deles, iria diminuir os custos da austeridade e melhorar a credibilidade da zona.

Assim sendo, ainda não é sabido o que pode ocorrer. Atualmente, a solução mais provável é a reestruturação das dívidas e a permanência da Zona do Euro em sua presente estruturação, apenas com maior atenção aos critérios de convergência.

## VII – Referencias Bibliográficas

ARGHYROU, Michael G; KONTONIKAS, Alexandros. “The MEU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion”, 2010.

BOVIN, Jean; KILEY, Michael T.; MISHKIN, Frederic S.. “ How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?”

DE GRAUWE, Paul. “The Economics of Monetary Integration”. Oxford University Press, 1994.

EICHENGREEN, Barry. “A Globalização do capital”. 1ª Edição, 2000.

EUROPEAN COMMISSION. “ European Economic Forecast”, Autumn 2010.

EUROPEAN COMMISSION. “ European Economic Forecast, Spring 2011.

EUROPEAN COMMISSION, “A European Economic Recovery Plan”, November 2008

EUROPEAN COMMISSION, “The maastricht treaty”, 1992

GROS, Daniel; THYGESEN, Niels. “European Monetary Integration from the European Monetary System to the European Monetary Union. Londres:Macmillian, 1991.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. “International Economics: Theory and Policy”. Pearson Education, 6th ed., 2003.

REINHART, Carmen M; ROGOFF, Kenneth. “A decade of debt”. NBER Working Paper No. 16827, February 2011.

**Sites:**

European Central Bank:

<[www.ecb.int](http://www.ecb.int)>

Eurostats:

<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>

Fundo Monetário internacional:

<<http://www.imf.org/external/index.htm>>

The New York Times:

<[http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?\\_r=1&hp?](http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?_r=1&hp?)>

<<http://www.nytimes.com/interactive/2010/05/02/weekinreview/02marsh.html>>

União Europeia:

<[http://europa.eu/index\\_pt.htm](http://europa.eu/index_pt.htm)>