

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



EVOLUÇÃO E CRISE DA UNIÃO EUROPEIA E DO EURO

Aluno: Igor Hartz Restum

Matrícula: 0711696

Orientador: Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, novembro de 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



EVOLUÇÃO E CRISE DA UNIÃO EUROPEIA E DO EURO

Aluno: Igor Hartz Restum

Matrícula: 0711696

Orientador: Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, novembro de 2011

“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”

Igor Hartz Restum

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

Agradeço aos meus pais, que não só viabilizaram financeiramente os meus estudos, como também me deram todo o suporte ao longo da minha trajetória acadêmica. O suporte da Silvia Costa e do meu orientador Luiz Roberto Cunha também merecem agradecimento.

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| Introdução | 06 |
| Capítulo 1: Primeiro Passos para a Criação da União Europeia | 07 |
| Capítulo 2: O Sistema Monetário Europeu..... | 09 |
| Capítulo 3: Idéia por trás do SME – Importação da Credibilidade Alemã | 12 |
| Capítulo 4: Iniciativa de 1992 | 13 |
| Capítulo 5: Processo para a Moeda Única | 14 |
| Capítulo 6: Tratado de Maastricht | 15 |
| Capítulo 7: Funcionamento do BCE e dos Bancos dos Centrais Nacionais | 16 |
| Capítulo 8: Análise Teórica de Áreas Monetárias Ótimas | 18 |
| Capítulo 9: Ajustes Macroeconômicos com Câmbio Fixo | 22 |
| Capítulo 10: Diagnóstico de Países com Problemas de Competitividade | 24 |
| Capítulo 11: Indicadores Macroeconômicos Pré-euro | 26 |
| Capítulo 12: Início do Euro | 28 |
| Capítulo 13: Quadro dos Principais Países em Foco durante a atual Crise | 29 |
| 13.1: Espanha | 29 |
| 13.2: Itália | 34 |
| 13.3: Grécia | 37 |
| 13.4: Alemanha | 40 |
| Capítulo 14: Dois Blocos .. | 44 |
| Capítulo 15: Piora dos Indicadores Financeiros | 47 |
| Conclusão | 59 |
| Bibliografia | 61 |

Resumo

O trabalho tem como objetivo explorar o processo de construção do Euro, a análise macroeconômica de blocos em regime de câmbio fixo e a crise atual e as possíveis soluções.

Introdução

O projeto de união monetária europeia é um dos maiores do século XX e XXI, com objetivos de consolidação econômica, política e social.

Na primeira década do século XXI, as economias da Zona do Euro somadas formam um bloco com o segundo maior PIB do mundo.

No primeiro momento, o processo de integração foi muito importante para a redução das discrepâncias de renda entre as economias europeias. Entretanto, simultaneamente, foi igualmente responsável pelo aumento das divergências de fundamentos macroeconômicos entre os países do bloco.

A união monetária de diversos países com diferentes aspectos macroeconômicos não é simples. A partir de 2008, a percepção de que títulos soberanos europeus são livres de risco passou a ser contestada, já que individualmente ninguém tem o poder de emitir moeda. Então, os investidores passarão a ficar mais atentos às discrepâncias econômicas dentro do bloco, passando a duvidar da qualidade de crédito de alguns membros.

O estudo desse tema é de suma importância. Em primeiro lugar, a Zona do Euro é um caso clássico de câmbio fixo. Com isso, podemos analisar quais são as vantagens e desvantagens desse sistema. Quais seriam as características necessárias para o bom funcionamento nesse regime?

Além disso, por esse tema podemos evidenciar como é o processo de piora de crises cambiais como vemos no atual momento de análise. Ademais, observa-se como é complexa a reação política em blocos tão extensos.

Por fim, o tema está em aberto para a discussão de soluções críveis para a crise atual.

1 - Primeiros passos para a criação da União Européia¹

Após a segunda guerra mundial, os líderes europeus perceberam que a cooperação seria a única maneira de impedir novos conflitos. Com isso, passaram a pensar maneiras de evoluir em acordos políticos e econômicos.

O resultado foi uma renúncia gradual dos poderes sobre políticas econômicas nacionais, em favor de órgãos centralizados regulamentadores.

A partir da década de 50, foi criada a Comunidade Européia de Carvão e Aço. Alemanha, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, França e Itália foram os membros fundadores. Esse tratado era basicamente econômico e tinha como objetivo integrar as indústrias de carvão e aço da região.

Em 1957, foi assinado o Tratado de Roma pelos mesmos países. Por esse foi criada Comunidade Econômica Européia, na qual foram estabelecidas diversas instituições de integração regional. Uma união alfandegária foi estabelecida, ainda que bastante limitada.

Entretanto, o primeiro passo marcante ocorreu em dezembro de 1969 numa reunião entre os líderes europeus em Haia, na Holanda. Foi indicado o primeiro-ministro e ministro das finanças de Luxemburgo (Pierre Werner) para chefiar um comitê que esboçaria os passos para eliminar os movimentos intra-europeus das taxas de câmbio, centralizar as decisões da política monetária de UE e diminuir as barreiras comerciais remanescentes dentro do continente.

O relatório Werner de 1971 propôs um programa que, no fim, daria lugar a taxas de câmbio encadeadas e na integração entre os bancos centrais nacionais.

O pano de fundo por trás desses passos é a instabilidade no fim do período do sistema de Bretton Woods. Em 1969, houve uma série de crises monetárias. Isso fez com que os países europeus perdessem a confiança na prontidão dos Estados Unidos em colocar suas responsabilidades monetárias internacionais à frente de seus interesses. Se

¹ KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional*. Editora Pearson Education Brasil 6ª edição (capítulo 20), Maio de 2009. Uso dessa fonte nos capítulos 1 ao 8.

a Europa conseguisse unificar as questões monetárias, os países da EU esperavam defender os seus interesses mais eficazmente diante dos Estados Unidos.

Outro fator relevante foi transformar a União Européia em um mercado realmente unificado, já que mesmo com o Tratado de Roma, ainda existiam na Europa barreiras oficiais significativas aos movimentos de produção e fatores. Os líderes europeus achavam que a oscilação cambial no bloco impedia uma integração comercial como existia, por exemplo, nos Estados Unidos. Portanto, somente com taxas de câmbio mútuas haveria o passo final para a integração.

2 - O Sistema Monetário Europeu

No começo da década de 1970, muitos líderes europeus estavam receosos em abdicar de suas políticas monetárias por causa das turbulências econômicas após a crise do dólar. Mesmo assim, a Alemanha, Holanda, Bélgica e Luxemburgo participaram de uma flutuação conjunta informal contra o dólar, conhecida como “cobra”. Outros países também participaram de forma esporádica, como a França, Itália e Reino Unido. O sistema “cobra” foi precursor do Sistema Monetário Europeu “SME”.

Esse surgiu em 1979, com os seguintes participantes: França, Alemanha, Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Holanda. As taxas de câmbio eram mantidas dentro das margens de flutuações específicas. Tais bandas de oscilação eram estabelecidas através de um conjunto complexo de arranjos de intervenção do Sistema Monetário Europeu. As cotações podiam oscilar 2,25% para cima e para baixo, com exceção da Itália com banda de 6%.

O sistema revelou diversos problemas e foi alvo de diversos ataques especulativos. O diferencial de inflação fazia com que as bandas de câmbio fossem instáveis em prazos mais longos. Enquanto a inflação na Alemanha rodava por volta de 3% ao ano, na França girava a 9% e na Itália a 12%. Com isso, esses últimos, além de outros pequenos, foram forçados a sair do sistema. Entretanto, devido a realinhamentos de políticas econômicas e cooperação entre os participantes, o SME sobreviveu. Outros países chegaram a adotar o sistema, como o Reino Unido, Itália e Espanha, mas o avanço nunca foi linear.

As bandas estabelecidas eram a válvula de escape para certa autonomia de política monetária. A maior parte delas era de 2,25% para cima ou para baixo. Em países com maior instabilidade inflacionária, as bandas eram mais elevadas. Esse era o caso da Itália, Espanha, Portugal e Reino Unido. Em 1993, houve forte instabilidade cambial na região, ocorrendo diversos ataques especulativos. Com isso, todas as bandas foram elevadas para 15%, com exceção aquela entre o marco e o florim holandês.

Uma ferramenta utilizada pelos governos de modo a reduzir a vulnerabilidade das moedas foi a manutenção de controles cambiais que restringiam diretamente, para residentes domésticos, a liberdade de trocar moedas domésticas por estrangeiras. Além

disso, o SME desenvolveu um sistema de troca de moedas entre os bancos centrais. Por esse, se a lira italiana se desvalorizasse muito, o Bundesbank (Banco Central Alemão) poderia emprestar marco ao Banco Central Italiano de modo a restabelecer o equilíbrio cambial.

Mesmo assim, houve onze realinhamentos cambiais entre 1979 e 1987, período de maior controle cambial entre os membros do SME. Entretanto, a partir de 1987, iniciou-se a haver remoção gradual desses controles. No primeiro momento, o sistema andou bem com os países abdicando de suas metas de emprego e política monetária em prol do mercado único europeu.

Tudo mudou com a reunificação alemã no início da década de 1990. Diante desse fato, o eixo econômico do bloco passou a ter que fazer forte transferência de renda do oeste para o leste, o que gerou forte aumento de consumo e aumento salarial dos alemães orientais. A consequência desse movimento foi o aumento das pressões inflacionárias no país, fazendo com que o Bundesbank aumentasse as taxas de juros, apertando a política monetária.

Como as moedas eram praticamente fixas entre os países, com o principal membro apertando a política monetária, todos os países de SME teriam que aumentar os juros para manter estáveis os preços de suas moedas em relação ao marco. Isso teria que ser feito mesmo que as economias desses outros países não necessitassem de aperto monetário.

A Alemanha não deu muita atenção aos pedidos dos outros países de cautela na condução de política monetária e manteve a postura inicial. Conjuntamente os países temiam que, desvalorizando suas moedas para estimular a própria economia, diminuiriam o avanço em direção à moeda comum do bloco. A partir de 1992, ocorreram diversos ataques especulativos dentro do sistema, com isso as bandas foram largamente ampliadas, como mencionado anteriormente. As novas bandas foram mantidas até a introdução do euro de 1999.

3 - Ideia por trás do SME – Importação da Credibilidade Alemã

A fixação de cotações das moedas européias com o marco alemão tinha uma questão relevante: a importação da credibilidade adquirida durante anos pelo Bundesbank. Tal credibilidade permitia a Alemanha ter uma moeda forte e estável, com inflação baixa e juros reais estruturalmente reduzidos.

As experiências da hiperinflação da década de 1920 e da inflação pós-guerra desenvolveram grande importância ao redor desse tema na sociedade alemã. Com isso, o Bundesbank foi estabelecido para defender o valor real do DM, sendo esse o principal objetivo da instituição. Além disso, o conselho dirigente do banco tinha poderes e regras que o tornavam muito mais independente de pressões políticas do que em outros países.

Portanto, ao estabelecer uma cotação praticamente fixa de uma moeda em relação ao marco alemão, pode-se afirmar que esse país estará importando de certa forma a credibilidade adquirida pelo Bundesbank. Visto que como existiam órgãos de estabilização cambiais, com respaldo do governo alemão, essas cotações eram mais facilmente estabelecidas. No limite, a Alemanha estabelecia uma postura monetária e, conseqüentemente, todos os países do SME adquiriam a mesma postura monetária.

Como em qualquer sistema de câmbio fixo, caso um país (no caso Alemanha) aperte sua política monetária, haverá fuga de capitais de outro (Itália, por exemplo). Isso acontece, pois, supondo que anteriormente os mercados de capitais estivessem em equilíbrio, os juros no primeiro país (ajustado por fatores de risco) será mais elevado do que no segundo. Logo, o segundo país também terá que apertar sua política monetária.

Por outro lado, se algum país afrouxar sua política monetária permitindo mais inflação, haverá pressão para desvalorizar sua moeda por causa da perda de competitividade.

Portanto, esse sistema permitiu que houvesse convergência de inflação entre os países do bloco. Já que havia um incentivo político claro de estabelecimento de uma conduta conservadora de política monetária (alinhada com a Alemanha).

4 - Iniciativa de 1992

O processo de unificação europeia ainda não estava completo no início da década de 90. Alguns impostos alfandegários ainda existiam e algumas questões burocráticas limitavam a livre circulação de produtos. As estruturas tributárias nacionais eram muito diferentes entre si. Alguns países taxavam mais a renda, enquanto outros mais a produção, e como resultado os impostos distorciam os preços entre os membros.

Em 1985, a Comissão Europeia publicou um relatório que finalizaria a união comercial europeia, ou seja, por esse finalmente não haveria mais barreiras entre os membros. Foi estabelecido o ano de 1992 como início desse novo sistema.

Em 1986, foi aprovada a Lei Europeia Única (Single European Act). A questão mais relevante dessa lei é que os países abandonariam o requisito do Tratado de Roma de consenso unânime, ou seja, membros individuais não poderiam mais bloquear as medidas de liberalização do mercado comum. A ideia dos governantes era que a partir dessa data o movimento de bens, serviços, pessoas e capitais fosse irrestrito.

5 - Processo para a Moeda Única

Em 1989, um comitê recomendou transição em três fases para a moeda única europeia (Plano Delors, então presidente da Comissão Europeia). Portanto, a política monetária passaria a ser controlada por somente uma instituição, o Banco Central Europeu. Até então, apesar da inflexibilidade individual de política monetária por causa do câmbio fixo, ainda existia alguma brecha por causa dos controles sobre os movimentos de capitais e realinhamentos cambiais.

Na primeira fase, todos os membros deveriam ingressar no mecanismo de taxas de câmbio (mecanismo de bandas). Já a segunda fase consistia na redução gradual das bandas e abdicação de alguns poderes relacionados à política monetária para a UE. E por fim, a última fase seria a substituição de todas as moedas nacionais pela moeda comum. A partir desse momento, a política monetária seria controlada não mais individualmente, mas sim por consenso entre os membros do Banco Central Europeu.

Em dezembro de 1991, foi assinado o Tratado de Maastricht no qual, além de outros pontos fundamentais que serão aclarados adiante, determinava as datas de implementação de cada fase do relatório Delors. A segunda fase deveria começar em 1994, enquanto a terceira fase em 1999 (a primeira já estava em vigor).

A adoção de uma nova moeda seria o passo crucial para a unificação iniciada na década de 50. Contudo, outros pontos pesavam na decisão de extinguir com as moedas nacionais. Primeiramente, eliminava os custos de transações cambiais entre os membros. Em seguida, aumentaria o grau de decisão dos países em questões de políticas monetárias, já que antes todos seguiam o Bundesbank. E finalmente, uma moeda única reduziria o risco de ataques especulativos como verificado no início da década de 90.

6 - Tratado de Maastricht

Os líderes europeus sabiam que uma união monetária necessitava de algum tipo de convergência fiscal entre os países.

Num ambiente de moeda comum, não haveria mais possibilidade realinhamentos cambiais como antes, portanto qualquer tipo de discrepância macroeconômica poderia ameaçar o bloco como um todo.

O Tratado em questão tinha como principal objetivo o estabelecimento de metas cambiais e fiscais para o grupo:

- 1) A taxa de inflação de qualquer país para entrar no bloco deveria ser no máximo 1,5 p.p. acima da média dos três países com menos inflação.
- 2) O país deve ter mantido uma taxa de câmbio estável dentro do MTC (Mecanismo Europeu de Taxas), sem haver desvalorização por conta própria.
- 3) O déficit público não poderia ultrapassar 3% do PIB (haveria brecha em circunstâncias excepcionais e temporárias).
- 4) O país deveria ter dívida pública de no máximo algo por volta de 60% do PIB.

Os componentes fiscais do Tratado ficariam vigentes após a entrada dos países na moeda única. A interpretação dessas regras fiscais é uma perda de autonomia nessa esfera em prol da união monetária.

Em termos políticos, as demandas do Tratado eram derivadas de pressões de países com inflação baixa, principalmente da Alemanha.

O temor era que a moeda única fosse fraca, tornando-se refém dos mesmos tipos de políticas que haviam fomentado a inflação na França, Itália, Portugal, Espanha e Reino Unido em diversas ocasiões. Além disso, fragilidades fiscais entre os membros poderiam pressionar o Banco Central Europeu a adquirir diretamente dívidas governamentais, o que aumentaria a oferta monetária e geraria inflação.

7 - Funcionamento do BCE e dos Bancos Centrais Nacionais

A condução de política monetária é feita através do Banco Central Europeu e dos Bancos Centrais nacionais.

As decisões são tomadas pelo conselho administrativo do BCE, que é composto por seis membros executivos e pelos presidentes dos bancos centrais nacionais, ou seja, todos os membros da Zona do Euro têm poder de decisão. Na prática, a maior parte dos membros executivos vem dos maiores países.

O Banco Central Europeu tem total autonomia dos governos nacionais, diferentemente da maior parte de outros bancos centrais. Por exemplo, o Federal Reserve pode ter sua independência reduzida caso o congresso altere as leis respectivas a esse quesito. No caso europeu, o governo de um país não pode influenciar no funcionamento do Banco Central Europeu. Somente uma alteração no Tratado de Maastricht, aprovada pelos parlamentos de todos os membros, poderia alterar o estatuto de BCE. Ainda assim, os membros do BCE são escolhidos por indicação política. Portanto, apesar do BCE ser mais independente do que a média dos bancos centrais, tem alguma influência política.

Abaixo está descrito a missão do Eurosystem retirado do site do Banco Central Europeu:

The Eurosystem, which comprises the European Central Bank and the national central banks of the Member States whose currency is the euro, is the monetary authority of the euro area. We in the Eurosystem have as our primary objective the maintenance of price stability for the common good. Acting also as a leading financial authority, we aim to safeguard financial stability and promote European financial integration.

In pursuing our objectives, we attach utmost importance to credibility, trust, transparency and accountability. We aim for effective communication with the citizens of Europe and the media. We are committed to conducting our relations with European and national authorities in full accordance with the Treaty provisions and with due regard to the principle of independence.

We jointly contribute, strategically and operationally, to attaining our common goals, with due respect to the principle of decentralisation. We are committed to good governance and to performing our tasks effectively and efficiently, in a spirit of cooperation and teamwork. Drawing on the breadth and depth of our experiences as well as on the exchange of know-how, we aim to strengthen our shared identity, speak with a single voice and exploit synergies, within a framework of clearly defined roles and responsibilities for all members of the Eurosystem.

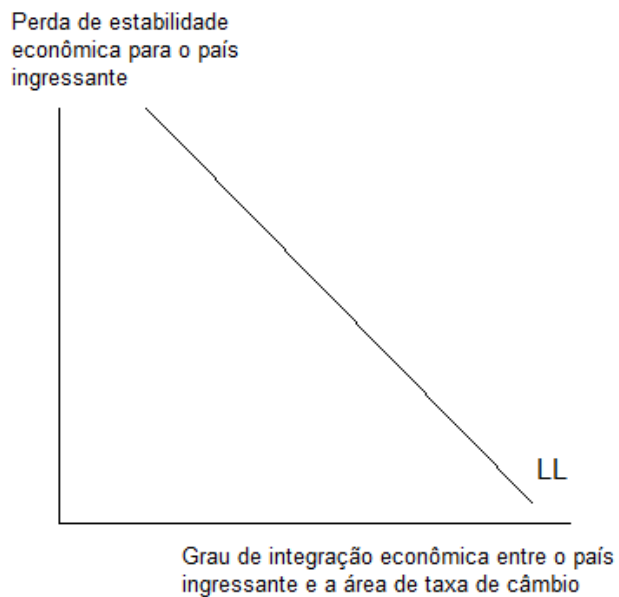
8 - Análise Teórica de Áreas Monetárias Ótimas

Uma das formas de se avaliar se uma região constitui uma área monetária ótima é através das curvas GG e LL. A primeira representa o ganho de eficiência monetária, ou seja, o quanto é acrescido ao país por causa da redução de incerteza e custos de transação inerentes à flutuação cambial. A segunda representa a perda de estabilidade econômica, ou seja, o quanto de autonomia é perdida por causa do câmbio fixo e inflexibilidade de política monetária.

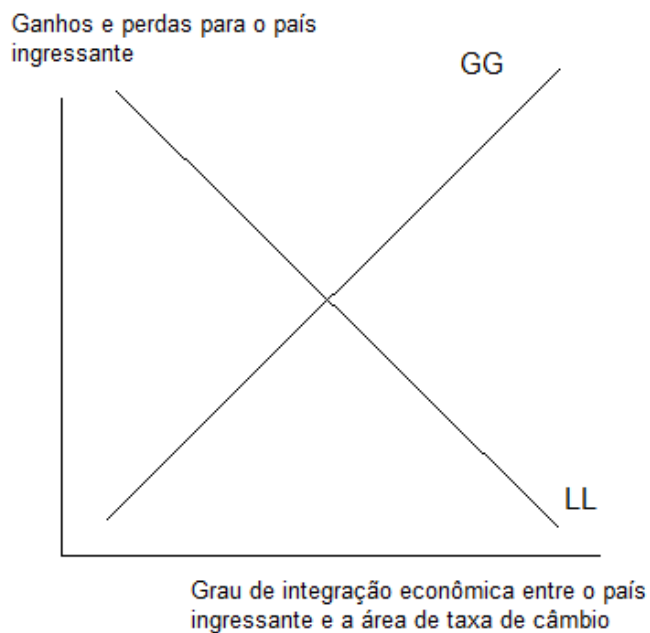
A curva GG é inclinada para cima, tendo em vista o ganho de eficiência monetária é maior quanto maior for a integração com o bloco em questão. Ou seja, se um país tem, por exemplo, 80% do seu comércio ligado ao bloco, haverá forte ganho de eficiência em atrelar suas moedas. Por outro lado, se o comércio foi irrisório esse ganho será limitado.



A curva LL é inclinada para baixo, pois quanto menor a integração com o bloco, maior será a perda de estabilidade econômica. Se a representatividade de um produto for muito maior num país do que no bloco como um todo poderá haver problemas de ajuste no país. Por exemplo, se o preço desse produto recua, tal país não conseguirá ter o ajuste via câmbio e, com isso, não conseguirá restabelecer o pleno emprego.



A esquerda de onde as curvas se cruzam as perdas são maiores do que os ganhos e na direita ocorre o contrário.



O eixo de integração econômica deve ser entendido de forma mais ampla, ou seja, não somente por comércio entre as regiões. A integração financeira também é de suma importância. Os fluxos financeiros devem ser livres entre os países do bloco. Outro ponto crucial, muita vezes ignorado, é a integração de capital humano. Deve haver possibilidade de movimentação de pessoas dentro do bloco em questão.

Como em qualquer modelo há uma grande simplificação da realidade, deixando de fora inúmeras outras análises para a caracterização de uma área monetária ótima.

Muitos analistas costumam comparar os EUA com a Zona do Euro, já que ambas são economias desenvolvidas, grandes e interligadas. Entretanto, os EUA parecem apresentar grandes vantagens em termos de funcionamento de área monetária em relação à Zona do Euro. No texto “Europe is Not the United States” do Martin Feldstein há bons pontos sobre isso:

First, the US is effectively a single labor market, with workers moving from areas of high and rising unemployment to places where jobs are more plentiful. In Europe, national labor markets are effectively separated by barriers of language, culture, religion, union membership, and social-insurance systems.

To be sure, some workers in Europe do migrate. In the absence of the high degree of mobility seen in the US, however, overall unemployment can be lowered only if high-unemployment countries can ease monetary policy, an option precluded by the single currency.

A second important difference is that the US has a centralized fiscal system. Individuals and businesses pay the majority of their taxes to the federal government in Washington, rather than to their state (or local) authorities.

When a US state’s economic activity slows relative to the rest of the country, the taxes that its individuals and businesses pay to the federal government decline, and the funds that it receives from the federal government (for unemployment benefits and other transfer programs) increase. Roughly speaking, each dollar of GDP decline in a state like Massachusetts or Ohio triggers changes in taxes and transfers that offset about 40 cents of that drop, providing a substantial fiscal stimulus.

There is no comparable offset in Europe, where taxes are almost exclusively paid to, and transfers received from, national governments. The EU’s Maastricht Treaty specifically reserves this tax-and-transfer authority to the member states, a reflection of Europeans’ unwillingness to transfer funds to other countries’ people in the way that Americans are willing to do among people in different states.

The third important difference is that all US states are required by their constitutions to balance their annual operating budgets. While “rainy day” funds that accumulate in boom years are used to deal with temporary revenue shortfalls, the states’ “general obligation” borrowing is limited to capital projects like roads and schools. Even a state

like California, seen by many as a poster child for fiscal profligacy, now has an annual budget deficit of just 1% of its GDP and a general obligation debt of just 4% of GDP.

These limits on state-level budget deficits are a logical implication of the fact that US states cannot create money to fill fiscal gaps. These constitutional rules prevent the kind of deficit and debt problems that have beset the eurozone, where capital markets ignored individual countries' lack of monetary independence.

None of these features of the US economy would develop in Europe even if the eurozone evolved into a more explicitly political union. Although the form of political union advocated by Germany and others remains vague, it would not involve centralized revenue collection, as in the US, because that would place a greater burden on German taxpayers to finance government programs in other countries. Nor would political union enhance labor mobility within the eurozone, overcome the problems caused by imposing a common monetary policy on countries with different cyclical conditions, or improve the trade performance of countries that cannot devalue their exchange rates to regain competitiveness.

Observa-se então que a Zona do Euro precisa melhorar em alguns aspectos de modo a aumentar a eficiência da sua área monetária. No longo prazo, esses fatores não podem ser negligenciados e, de certa forma, a crise atual é parcialmente consequência do fato da Zona do Euro ainda não ser uma área monetária ótima.

9 - Ajustes Macroeconômicos com Câmbio Fixo

O câmbio é uma das inúmeras variáveis de ajustes de uma economia. Diversos eventos podem alterar o câmbio de equilíbrio:

- Variações nos termos de troca. Variações positivas tendem a deslocar o câmbio de equilíbrio para cima.

- Taxas de juros. Elevação aumenta a entrada de fluxos de capitais estrangeiros, elevando o câmbio. Diferencial de juros aumenta o fluxo de *carry-trade* (financiamento em países com juros baixo para aplicação em outros com juros mais elevados).

- Atratividade do país. Retornos elevados em investimentos permitem forte entrada de capitais.

- Estabilidade. Países com maior grau de estabilidade tendem a ter câmbios mais valorizados. Em períodos de economia global instável, países considerados estáveis tendem a ter moedas mais caras, por exemplo.

- Mudança estrutural de preços relativos de tradeables e non-tradeables. Recuo relativo nos tradeables tende a valorizar o câmbio em prazos mais longos.

Observa-se, portanto que câmbio é afetado por choques a todo o momento e todas as direções. O câmbio flutuante desloca os ajustes de dentro para fora, ou seja, a economia tende a convergir para o pleno emprego através do barateamento/encarecimento dos produtos externos.

Em economias com câmbio fixo os ajustes não ocorrem da mesma forma. Isto é, os ajustes são internos, principalmente via deslocamento do nível de utilização dos fatores.

Caso um país com câmbio fixo apresente um ganho de produtividade ou termos de troca, há entrada de recursos para esse país (aumento de base monetária) e, simultaneamente, o nível de desemprego recua abaixo do nível natural (nível de utilização da indústria também avança).

Num prazo mais longo, a inflação tende a ficar mais elevada, valorizando o câmbio real fazendo com que o emprego volte para o nível natural.

No caso inverso, o desemprego precisa ficar acima do nível natural por algum tempo até que a inflação fique mais baixa e o câmbio real se desvalorize.

Observamos, portanto, que os ajustes ocorrem nos dois sistemas. A grande diferença é a rapidez de ajuste. No câmbio variável é feito rapidamente nos mercados financeiros, enquanto no câmbio fixo o ajuste ocorre em prazos mais longos via nível de utilização de fatores.

Essa diferença não é trivial, já que ajustes no nível de emprego em prazos mais longos trazem forte descontentamento na sociedade. Dessa forma, a questão política passa a ter papel relevante.

Em um cenário de grande perda de competitividade, o nível requerido de desemprego traz custos sociais muito elevados. Politicamente tornam-se impraticáveis esses ajustes, fazendo com que o país desista do câmbio fixo. Isso quer dizer que qualquer desalinhamento de grau de competitividade entre países com câmbio fixo deve ser visto com cautela.

10 - Diagnóstico de Países com Problemas de Competitividade

Alguns indícios levam à conclusão que um país tem problemas de competitividade.

O primeiro é o aumento do déficit de conta corrente. Isso acontece, pois o câmbio valorizado dificulta os exportadores e faz com que as importações fiquem relativamente mais baratas do que os produtos nacionais. Vale ressaltar que esse déficit em conta corrente deve ser financiado por um superávit na conta financeira. Isso quer dizer que muitas vezes, por mais que o país não seja competitivo naquele câmbio, o mercado mantém o financiamento desse país.

O segundo pode ser visto pela mudança de *mix* na economia. Em geral, o setor industrial passa a perder relevância nesses países olhando pelo lado da oferta. Pelo lado da demanda, o consumo passa a ter papel relevante (consumo pode ser privado ou do governo). O forte aumento de financiamentos externos para cobrir o déficit em conta corrente tende a ser um vetor que ajuda esse movimento pró-consumo.

O aumento do *unit labor cost* tende a ser uma consequência, já que o rendimento por produto do trabalhador passa a ser elevado na taxa de câmbio vigente.

É preciso notar que esses pontos citados acima ocorrem somente nos períodos em que os mercados veem o país como solvente.

No momento em que o mercado passa a duvidar da solvência do país com câmbio fixo, ocorrem outros fatores:

Há saída de moeda. Se o câmbio fixo é atrelado ao dólar, haverá saída de dólar. Como a moeda interna é atrelada à externa, há recuo na base monetária.

A taxa de juros sobe, já que os juros torna-se a principal ferramenta de contenção dos dólares (por exemplo) no mercado interno. Há forte recuo na concessão de crédito.

Consequentemente, a atividade econômica tende a desaquecer drasticamente à medida que os mercados financeiros desconfiam da solvência do país.

De qualquer maneira, o diagnóstico não é nada trivial. Em muitos casos, só há percepção que o país não é mais competitivo quando os mercados já começam a duvidar

da solvência do país, ou seja, tarde demais. Ainda assim, os *policymakers* devem ficar atentos a esses indícios citados acima.

11 - Indicadores Macroeconômicos Pré-euro

Na segunda metade do século XX, o crescimento e os ciclos econômicos dos principais países do bloco foram similares.

A divergência ocorreu principalmente nos índices de inflação, assim como nas taxas de juros. Tais discrepâncias ocorreram mesmo nos períodos do SME, demonstrando como as bandas não eram estáveis em prazos mais longos (ficando claro pelos inúmeros realinhamentos cambiais).

Cada país tolerava algum grau de inflação. Por um lado, a Alemanha sempre optou por ter política monetária mais reativa a pressões inflacionárias. Isso ocorreu principalmente por questões históricas. Na década de 20 e no pós-guerra, o país passou por períodos inflacionários. Isso fez com que a opinião pública alemã ficasse totalmente avessa à inflação. O bundesbank do pós-guerra foi moldado para não se submeter a pressões políticas e para ter como meta somente a inflação, ao contrário do Federal Reserve que tem como meta estabilidade de preços e desemprego.

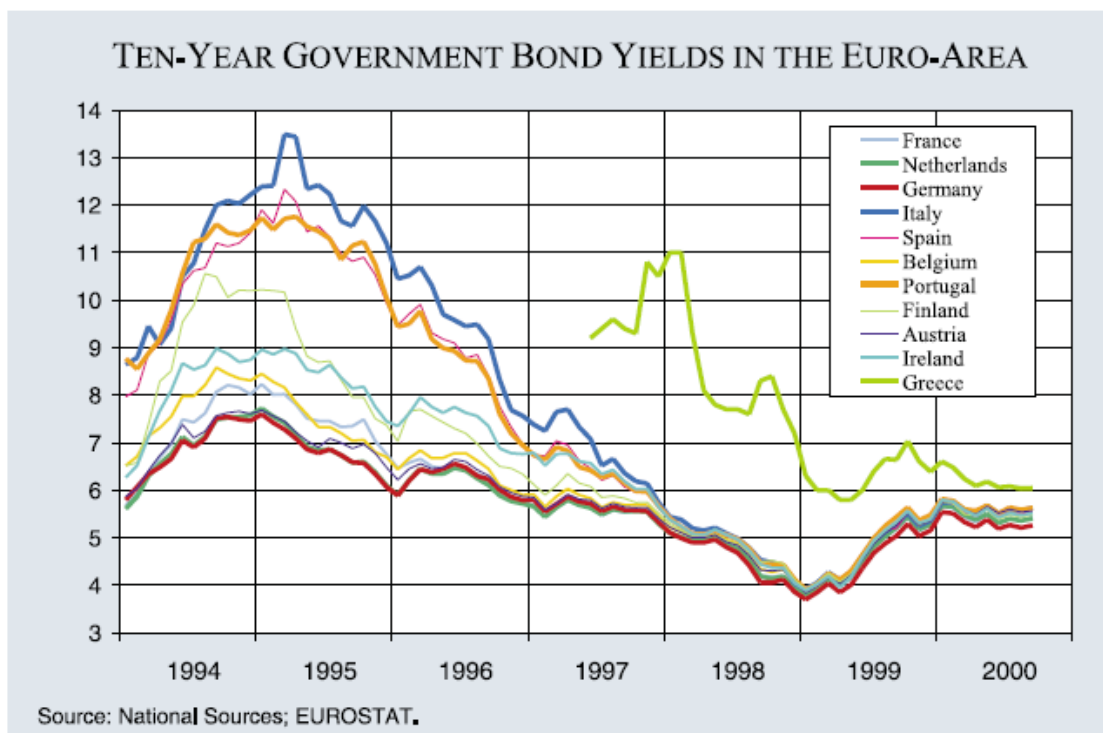
Por outro lado, a Itália sempre foi mais tolerante com pressões inflacionárias. Já na França, houve períodos mais austeros e outros mais relaxados em termos de política monetária.

Como já mencionado, o desempenho econômico dos principais países europeus foi bastante similar, ou seja, os ciclos econômicos eram os mesmos. Já nas décadas de 1950 e 1960 foi verificado forte crescimento. Nas décadas de 1970 e 1980 também houve crescimento, mas o nível de renda per capita já era bem mais elevado e, além disso, houve os choques de petróleo em 1973 e 1979. A década de 1990 foi conturbada por causa da reunificação alemã, além dos ajustes necessários para o início da moeda única. Apesar disso, economias “secundárias”, como Espanha, Irlanda, Grécia e Portugal, passaram a crescer rapidamente principalmente devido às fortes quedas nas taxas de juros derivadas da nova moeda. Podemos dizer que nas últimas décadas do século XX, houve forte convergência de PIB per capita entre os principais países europeus.

Entretanto, já na década de 90, começou a haver forte convergência de juros entre os países. Observa-se pelo gráfico abaixo o forte fechamento de taxa na Itália por exemplo. A taxa de juros embutida nos títulos de 10 anos recuou de 13% em 1995 para algo em

torno de 5% em 1999. Interessante notar como praticamente todas as taxas de juros estavam rodando no mesmo patamar no fim da década.

Figure 1



Esse efeito ocorre por alguns motivos. Como já mencionado, anteriormente cada país tinha sua conduta de política monetária, sendo algumas mais austeras e outras menos avessas a pressões inflacionárias. Portanto era claro que as taxas de juros deveriam ser diferentes entre os países da região. Com a véspera do início do euro, a política monetária seria unificada e pelas diretrizes do Bundesbank, ou seja, postura claramente avessa à inflação. Como o tratado de Maastricht supunha que todos os países teriam política fiscal conservadora, o risco de não pagamento de dívida por algum membro específico era muito baixo. Além disso, como cada país individualmente não tem poder de política monetária e o BCE seria independente, esse seria mais um motivo para a inflação no bloco ser permanentemente baixa. Portanto todos os títulos públicos soberanos passaram a ser notados como livres de risco, ou seja, suas estruturas a termo deveriam representar a expectativa futura de juros imposta pelo BCE.

Portanto, o cenário era de inflação baixa e riscos soberanos similares, o que é demonstrado pelo gráfico abaixo: redução e convergência entre as taxas de juros.

12 - Início do Euro

Em 1º de janeiro de 1999, o euro foi criado. Os membros originais foram Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e a Grécia. Em 2002, as moedas e as notas de euro entraram em circulação.

Em termos macroeconômicos, o início efetivo do euro não teve grande importância, pois no processo de início da moeda as políticas monetárias e fiscais já estavam praticamente alinhadas. Entretanto, a possibilidade de ajustes monetários e cambiais tinha ficado para trás. O câmbio real só poderia ser ajustado através do diferencial do unit labor costs entre os países.

A partir desse momento, os países membros da zona do euro deveriam ter ciclos e comportamentos macroeconômicos similares de modo a haver estabilidade financeira.

Entretanto, como demonstrarei nos próximos capítulos, cada país apresentou suas peculiaridades. Ao longo do tempo a evolução dessas peculiaridades transformou o bloco num conjunto de países com fundamentos macroeconômicos totalmente diferentes, ou seja, com câmbios reais de equilíbrio divergentes.

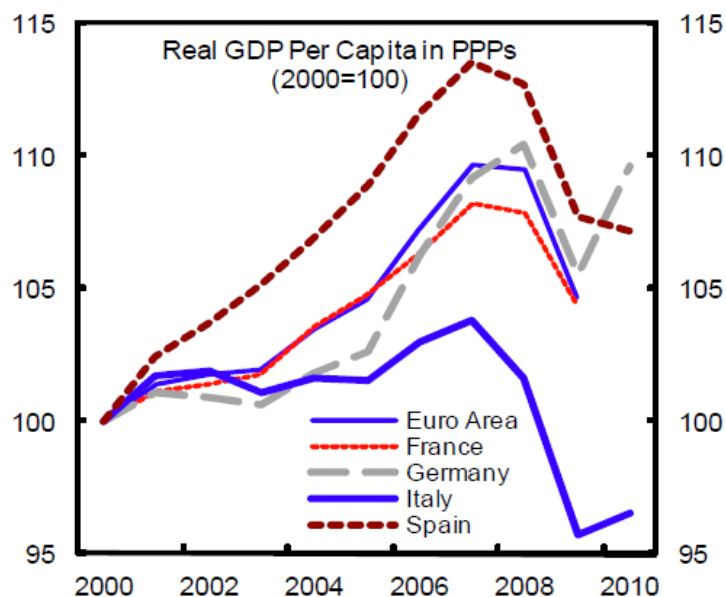
É possível separar em dois períodos a zona do euro: pré e pós 2008. Até 2008, os mercados estavam menos avessos a risco e estavam dispostos a financiar países com claras disfunções macroeconômicas. Logicamente que a análise dessas disfunções não era tão simplória naquela época. A crise de 2008 dos EUA afetou fortemente o mundo e, também a Zona do Euro. Os investidores passaram a ser mais seletivos na alocação de recursos. A discriminação de ativos passou a ser clara. A partir desse momento, disfunções macroeconômicas foram expostas e agravadas com o aumento da aversão a risco.

13 - Quadro dos Principais Países em Foco durante a atual Crise

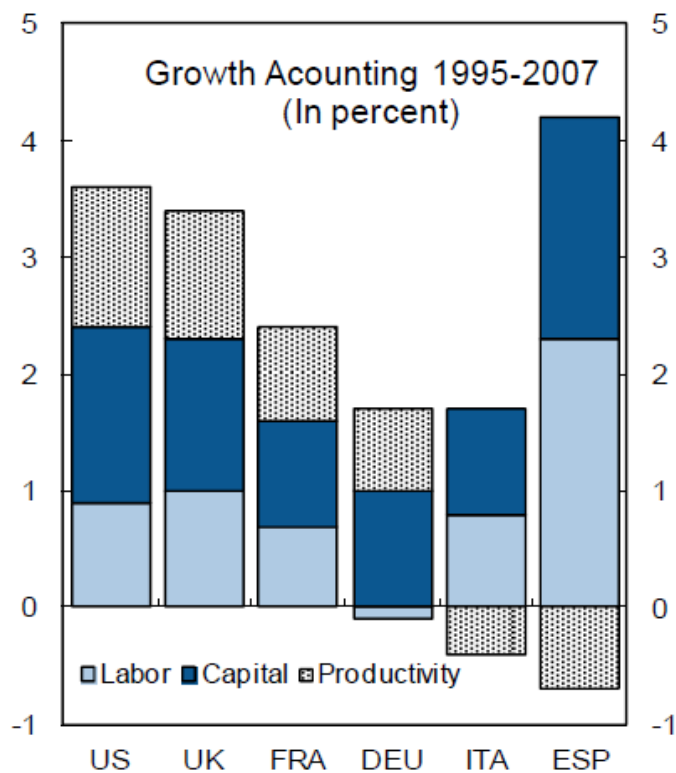
13.1 - Espanha

A Espanha apresentou forte desenvolvimento macroeconômico desde os anos 80. No período de início do euro, já havia feito grande *catch-up* de PIB per capita com os principais países europeus.

Com o início do euro, esse país manteve o forte crescimento relativo ao bloco. Entre 1999 e 2007, apresentou avanço médio do PIB entre 3% e 4% ao ano contra 2% do bloco como um todo (gráficos abaixo).



Fonte: Eurostat

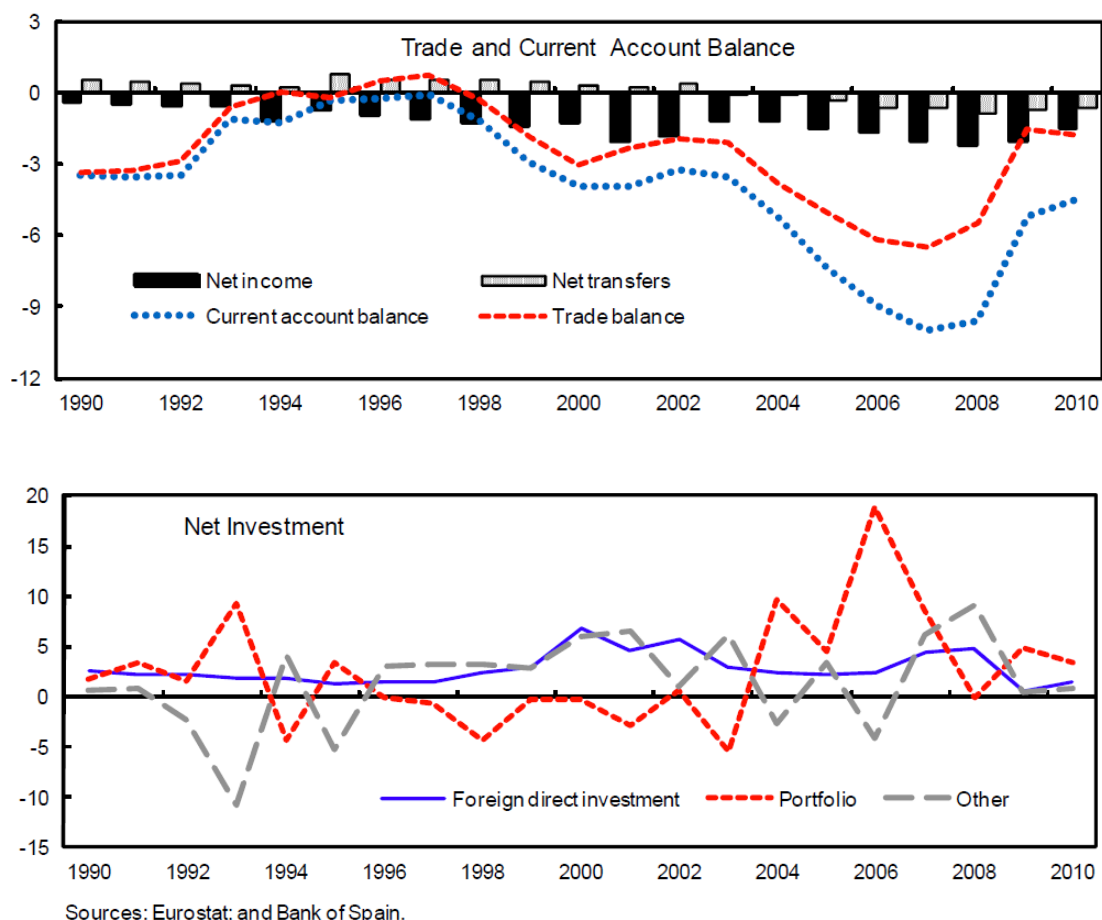


Sources: FEDEA, BACH, and Fund staff estimates.

Na Espanha, o início do euro permitiu a forte redução nos juros internos em relação à Alemanha por exemplo. Em 1995, um título espanhol de dez anos remunerava a 12% ao ano, enquanto um título de mesma maturidade da Alemanha remunerava a 7%, ou seja, ao redor de 5% de prêmio. Com a entrada do euro, esse prêmio tendeu a zero.

Essa forte redução na taxa de juros interna contribuiu para um crescimento ditado pelo forte aumento do crédito externo. Uma medida para evidenciar isso pode ser visto pelo piora da conta corrente do país (gráficos abaixo). Observa-se que o déficit em conta corrente em relação ao PIB, que era praticamente 0% em 1995, atingiu 10% em 2007. Por consequência, nesse período havia forte necessidade de entrada de investimentos externos para cobrir esse déficit.

Figure 9. Spain: Balance of Payments
(Percent of GDP)



No caso espanhol, a abundância de crédito foi canalizada para o consumo e principalmente para a construção civil. Grande parte da economia espanhola passou a depender desse setor. Os preços de imóveis apresentaram forte elevação. De 1999 a 2007, os preços nominais subiram mais de 150%.

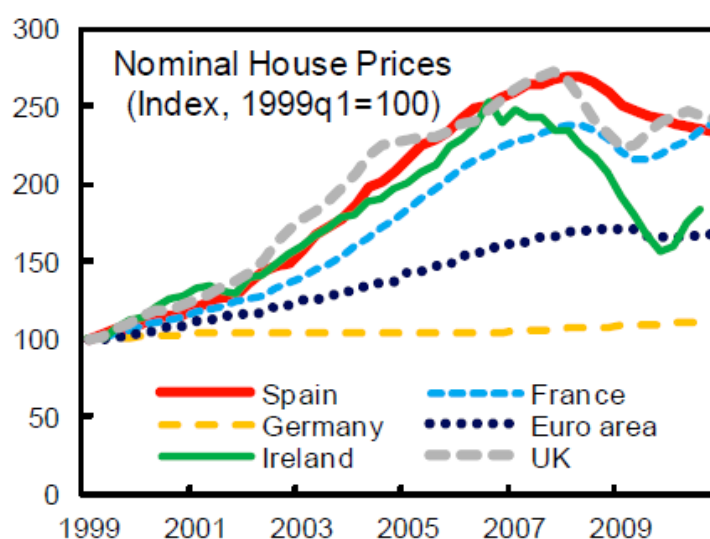
Esse *mix* macroeconômico aumentou o rendimento dos trabalhadores espanhóis, sem aumentos proporcionais de produtividade. Isso fez com que o câmbio real do país ficasse valorizado em relação a outros países de bloco. A balança comercial do país piorava por unidade de tempo.

Esse modelo gerou forte aumento de bem-estar para a população espanhola e, enquanto o mundo estivesse disposto a financiar, as condições financeiras seriam boas.

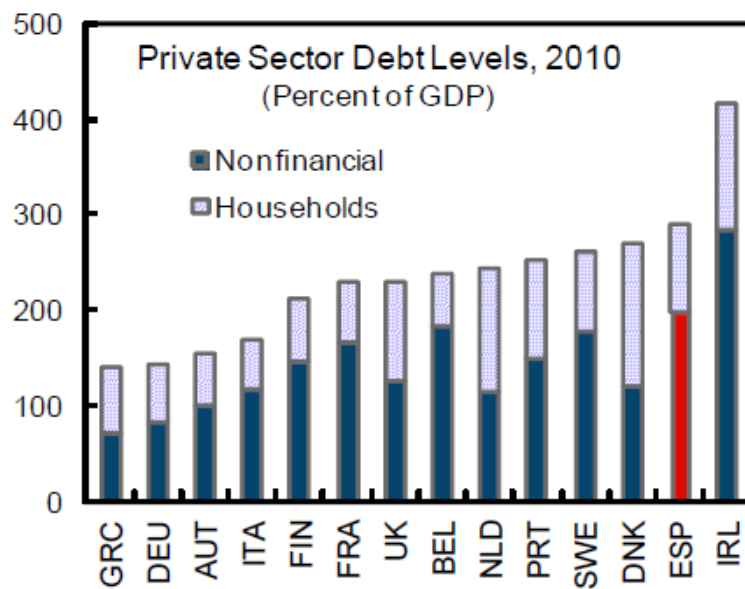
A partir de 2007 e principalmente após a crise de 2008, os preços de imóveis na Espanha começaram a ceder. Simultaneamente, a construção civil, que passou a ter participação relevante na economia espanhola, perdeu força.

Vale ressaltar que o setor de construção civil tem grande relação com o setor bancário. Nos anos de crescimento espanhol, muitas famílias adquiriram financiamento para a aquisição de moradia. Tinham como ativo o imóvel e como passivo a dívida bancária. Com os preços em alta, essa conta era muito benéfica. Entretanto, após a piora dos indicadores do setor no país, as famílias começaram a ficar com patrimônio líquido negativo, já que os preços dos imóveis recuavam enquanto o passivo era estável.

Isso quer dizer que a desaceleração do setor de imóveis trouxe consequências sérias para a economia como um todo. O câmbio real no país era altamente valorizado, já que o boom de construção e o crescimento fizeram com que os salários das famílias avançassem muito acima da produtividade. Sem o driver da construção civil e sem competitividade o país passou a ter sérios problemas de crescimento. Soma-se a isso é o aumento da inadimplência de hipotecas o que gerou perdas para o sistema bancário local.



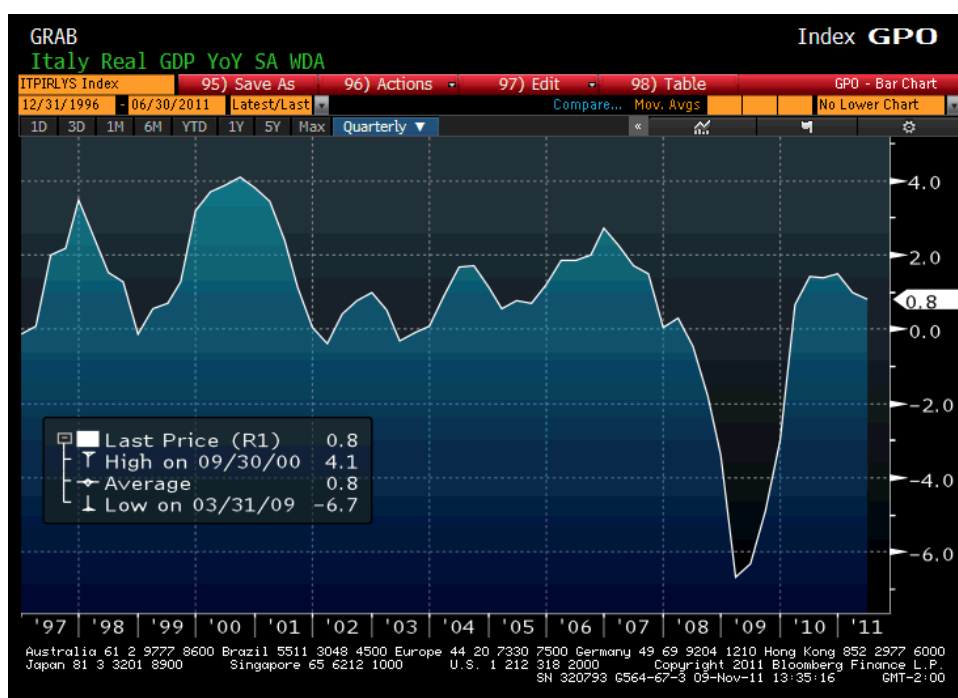
Sources: National authorities; Eurostat; Bloomberg; and IMF staff estimates.



Fonte FMI

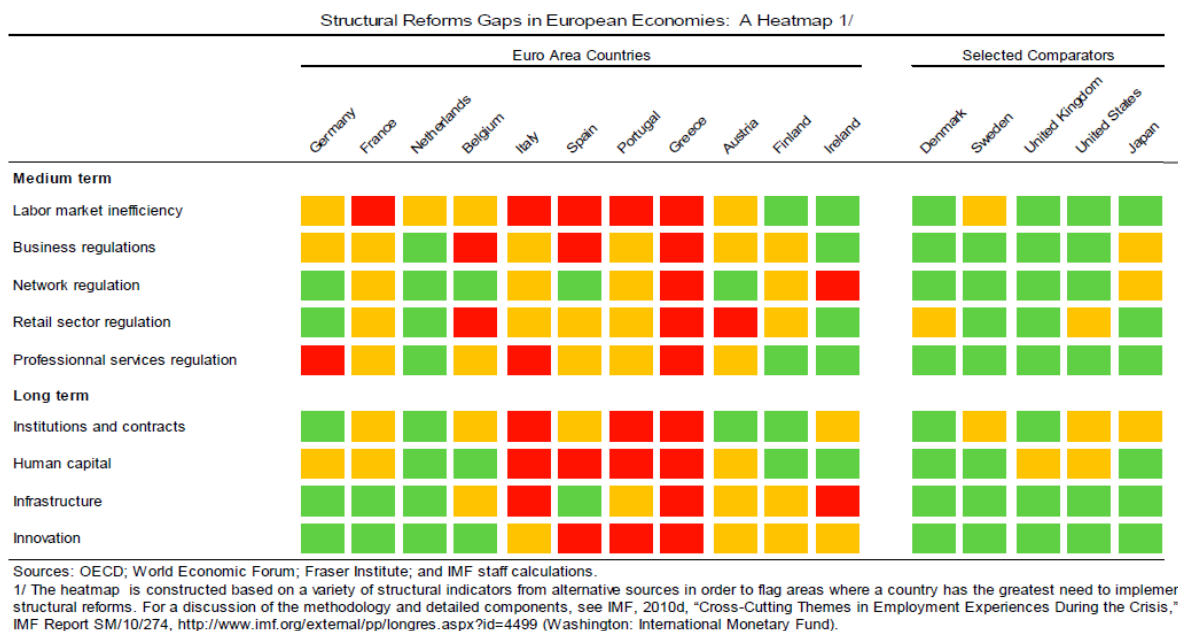
13.2 - Itália

Ao contrário da Espanha, a Itália apresentou crescimento econômico bastante medíocre no período do euro. Todavia, vale incrementar que o crescimento já era fraco antes da entrada da moeda única. Pelo gráfico abaixo, observa-se que o PIB italiano médio desde o início do euro ficou por volta em 0,4% ano contra ano. Se retirarmos o período pós-2008, observamos que o crescimento médio é de 1,4%, ou seja, ainda muito fraco. Interessante notar que o PIB italiano cresceu muito abaixo da média da Zona do Euro, apresentou uma das maiores quedas em 2008 (acima de 5%) e foi um dos países que menos se recuperou desde então.

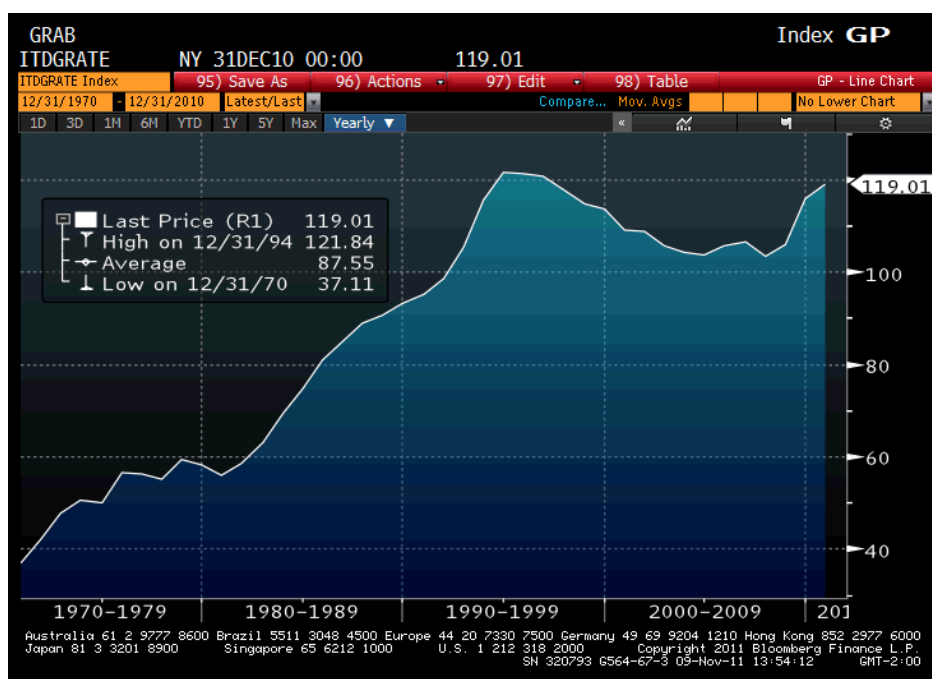


Fonte: Bloomberg

Observa-se que a Itália tem diversos problemas estruturais que atrapalham o seu crescimento, como demonstra essa tabela retirada do Article IV do FMI de julho de 2011 sobre a Itália.



Além disso, a Itália sempre apresentou elevada dívida pública em relação ao PIB. Vale ressaltar que de 1993 até 2008 conseguiu reduzir a relação de 120% para algo em torno de 105% do PIB. Entretanto a redução do PIB em 2008, somada à queda na arrecadação, fez com que voltasse ao patamar de 120%, que é bem mais elevada do que a média dos países desenvolvidos. O déficit público, por outro lado, vem ficando bem abaixo desses países.



Fonte: Bloomberg

Interessante notar que na Itália, mesmo sem crescimento, também se observou perda de competitividade (gráfico abaixo). O saldo em transações correntes, que era praticamente nulo em 2000, avançou para algo em torno de 60 bi até agosto de 2011 (acumulado 12 meses).

Por outro lado, ao contrário de outros países do bloco, a alavancagem privada é muito menos elevada. Não houve *boom* de crédito para consumo nem para construção nesse país. Portanto a exposição bancária ao setor privado não é alta como na Espanha por exemplo. Vale ressaltar, no entanto, que a elevada dívida pública faz com que os bancos locais carreguem grandes carteiras de dívida soberana local, o que em cenários de *stress* pode acarretar grandes perdas.



Sources: WEO; and IMF staff estimates.

13.3 - Grécia

O crescimento econômico grego na década de 90 e no período do euro pré-2008 foi marcante. O PIB médio nesse período foi ligeiramente acima de 4% ao ano, isto é, muito acima da Zona do Euro como um todo.

Assim como a Espanha, o PIB per capita grego apresentou forte convergência no período pré-2008.



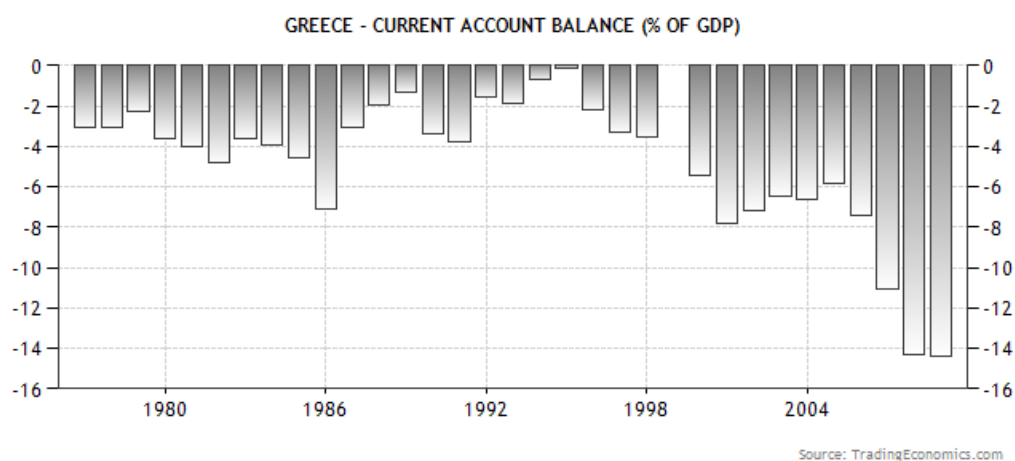
Fonte: Bloomberg

Contudo, o crescimento econômico também apresentou disfunções. Esse foi ditado por forte aumento da absorção doméstica, principalmente puxada por gastos do governo. Isso repercutiu em déficits fiscais recorrentes e crescentes desde o início do euro. Como se observa pelo gráfico abaixo, o déficit fiscal obteve seu melhor ano em 2000, sendo de 4% do PIB. A partir de então, o déficit avançou rapidamente atingindo 7% em 2007, ou seja, antes da piora econômica. Com a crise de 2008 e depois da crise de confiança grega o déficit atingiu a exorbitante taxa de 16% do PIB em 2009. Somase a isso a maquiagem dos números fiscais que só foram descobertos a partir de 2009.



Fonte: Bloomberg

Outra característica marcante da economia grega nesse período foi a perda de competitividade que é verificada pelo déficit em conta corrente. Entre 2000 e 2007 o déficit médio em proporção do PIB girou por volta de 6% do PIB. Já a partir de 2008, caminhou para 14%.

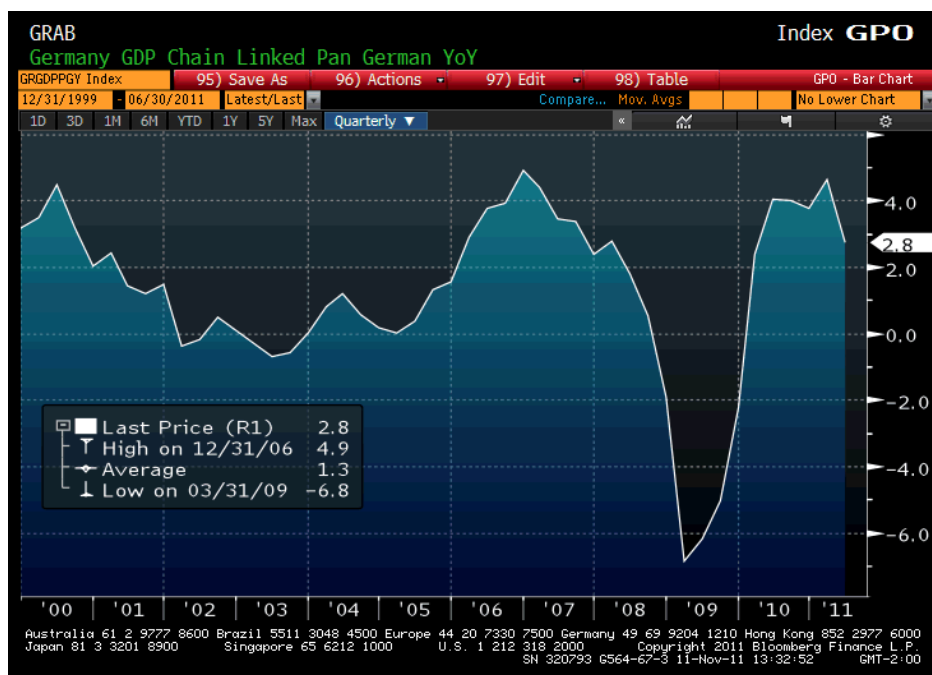


Em resumo, a Grécia é um caso clássico de crescimento econômico via aumento de endividamento externo. Os déficits gêmeos do país eram insustentavelmente altos. A dívida pública do país cresce de forma exponencial sendo grande parte dela financiada

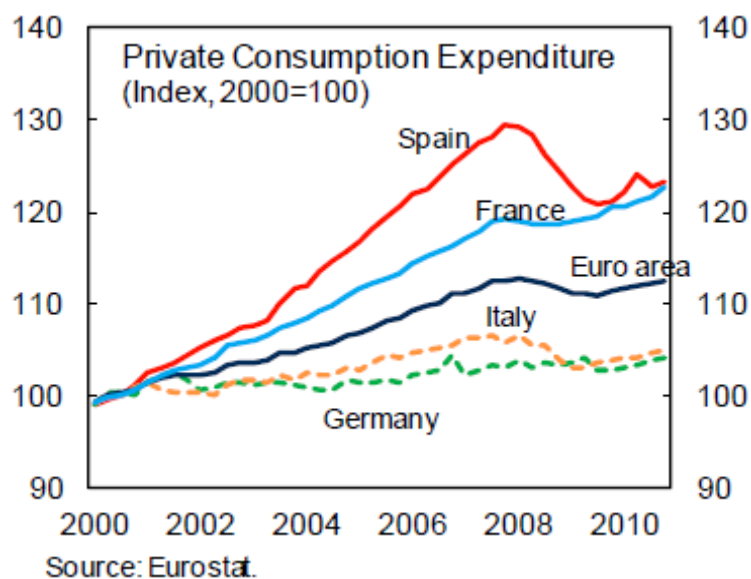
via capital estrangeiro. A solvência do país é claramente questionada por seus indicadores macroeconômicos.

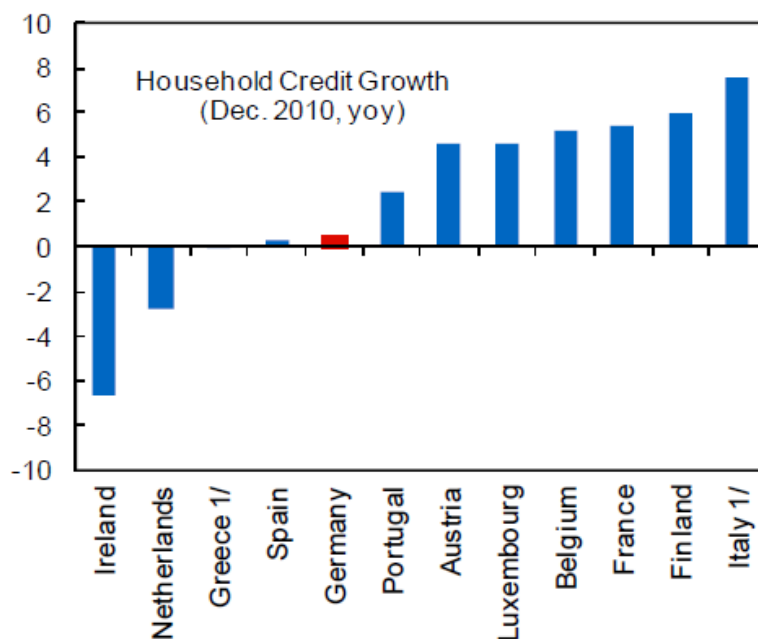
13.4 - Alemanha

A economia alemã no período entre 2000-2007 apresentou crescimento abaixo do bloco ficando em 1,7% ao ano. Ao contrário dos outros países, não houve forte redução nos spreads dos títulos soberanos e crédito privado. Afinal as quedas nos spreads ocorreram por causa da credibilidade do BCE adquirida do Bundesbank, ou seja, o *status quo* na Alemanha foi basicamente mantido.



Fonte: Bloomberg



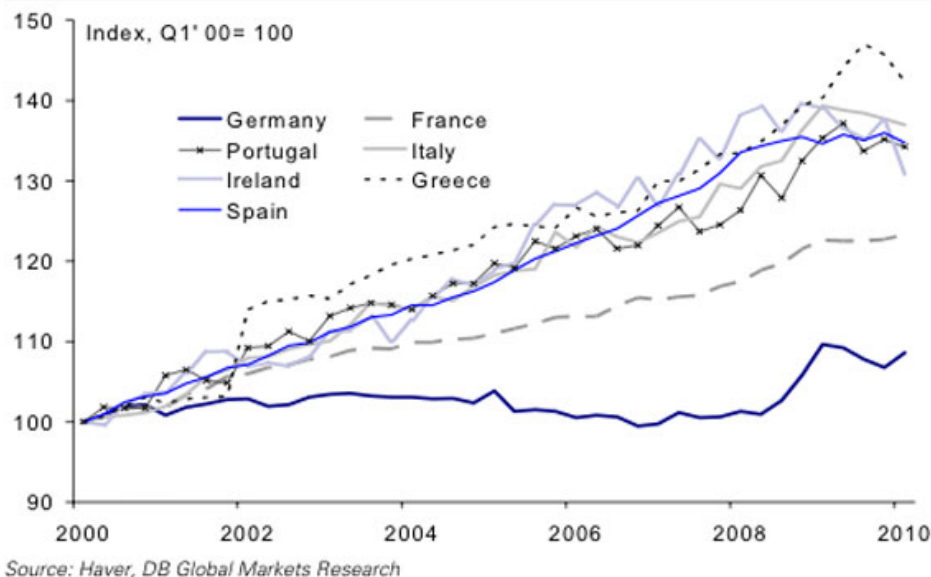


Fonte FMI

Consequentemente não houve boom de consumo, construção civil ou gastos de governo no país. Além disso, durante o governo do primeiro-ministro Gerhard Schröder houve foco no aumento de competitividade, ou seja, ocorreram cortes nos sistemas de saúde e seguro-desemprego, redução de tributos e reformas em leis trabalhistas.

Em razão disso, a Alemanha passou a ser muito mais competitiva em relação aos outros países da Zona do Euro. E, como o câmbio era fixo, o ganho de competitividade não poderia ser ajustado em períodos curtos. Isso pode ser observado pelo gráfico abaixo que demonstra como o custo unitário do trabalho na Alemanha ficou relativamente mais barato em relação aos outros países.

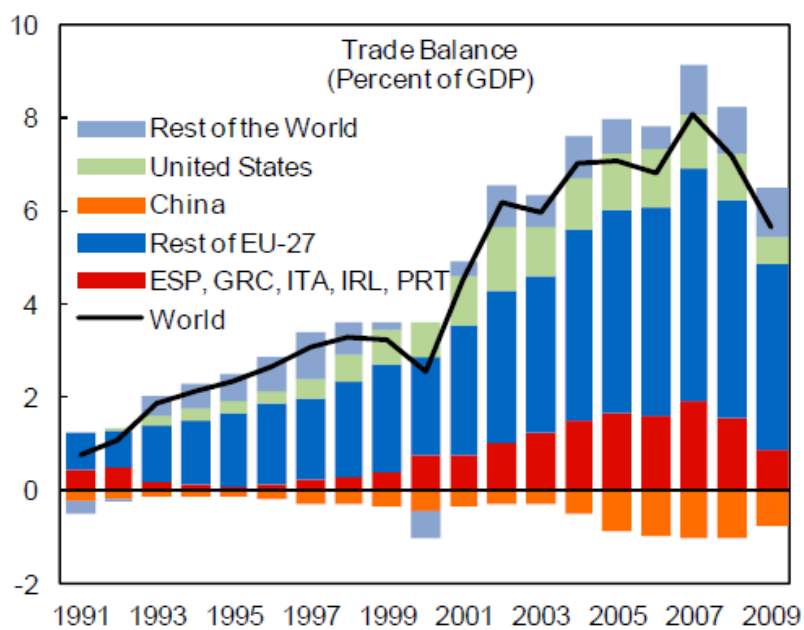
Chart 3. Unit labour costs in selected EMU countries since 2000



Em um cenário de câmbio real depreciado, sem *boom* de crédito e ganhos salariais reais baixos, o consumo nesse período de 2000-2007 avançou abaixo do PIB (0,6% contra 1,7% ao ano).

Portanto, o saldo comercial alemão avançou fortemente no período, de 4% do PIB em 2000 para quase 9% em 2007. O saldo em conta corrente avançou de algo em torno de -1% para 6% no mesmo período. É possível dizer que muito do déficit acumulado de países como Itália, Espanha, Grécia, Portugal e França ocorreu via aumento similar do superávit alemão.

O modelo alemão pós-euro foi muito benéfico para as empresas alemãs devido ao câmbio desvalorizado. Para o consumidor alemão o saldo foi ambíguo: o consumo das famílias foi anêmico, mas por outro lado, o desemprego recuou razoavelmente a partir de 2005, atingindo 7% em 2008.



Fonte FMI

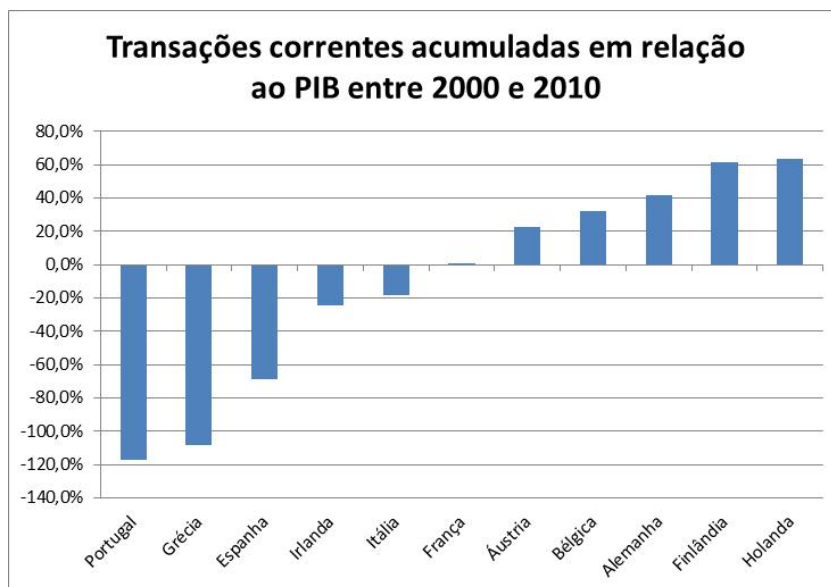
14 - Dois Blocos

Em resumo, podemos sumarizar o bloco em dois grupos. Um credor e outro devedor, ou seja, o primeiro com conta corrente persistentemente superavitária e o segundo deficitária.

O grupo deficitário seria composto principalmente por Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha. No segundo grupo teríamos principalmente a Alemanha, Holanda e Finlândia. Outros países ficaram no meio do caminho como a França por exemplo. Interessante notar que antes do euro, ou seja, com câmbios flutuantes (em algum grau), os saldos médios em conta corrente dos países do bloco eram muito próximos de zero. As divergências foram realmente amplificadas após a introdução do euro (tabela e gráfico abaixo).

| | Transações Correntes em relação ao PIB | | |
|-----------|--|-----------------|---------------------|
| | Média da década de 90 até 1998 | Média após 2000 | Acumulado após 2000 |
| Portugal | -2,0% | -9,9% | -117,1% |
| Grécia | -2,4% | -9,3% | -108,1% |
| Espanha | -1,8% | -6,0% | -68,9% |
| Irlanda | -1,6% | -2,2% | -24,2% |
| Itália | 0,3% | -1,7% | -18,1% |
| Bélgica | 4,1% | 2,2% | 32,0% |
| França | 0,7% | -0,2% | 0,9% |
| Holanda | 4,1% | 5,4% | 63,2% |
| Áustria | -1,2% | 2,2% | 22,9% |
| Alemanha | 0,0% | 3,9% | 41,8% |
| Finlândia | -0,1% | 5,1% | 61,1% |

Fonte FMI

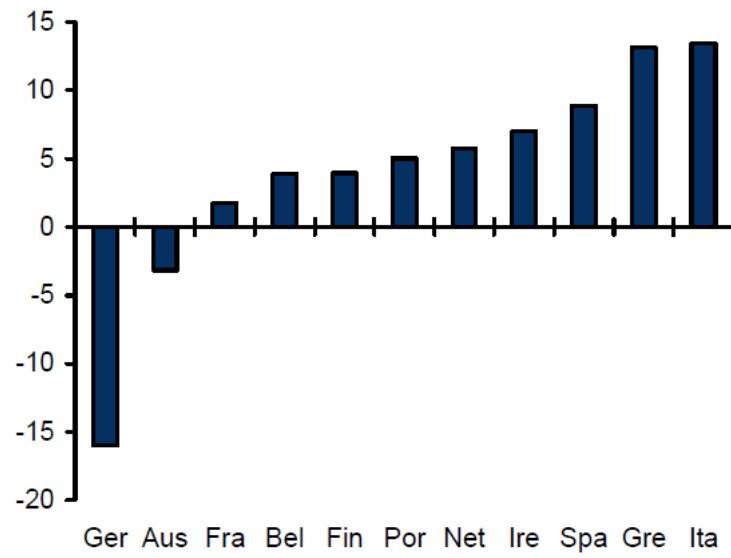


Fonte FMI

Essa divisão parece ser a que tem maior correlação com os *spreads* cobrados atualmente (nov/2011) nos títulos soberanos. Observa-se que a dívida pública anterior à crise não pareceu ser um bom indicador de solvência, já que países como Espanha e Irlanda tinham endividamento baixo. Valorização de ativos também não, já que a Itália e Portugal não apresentaram grandes valorizações. Assim, a acumulação de saldos negativos em conta corrente derivado da perda de competitividade foi o principal termômetro de antecipação da desconfiança dos investidores que ocorre hoje. Países com saldos negativos tendem a ter hoje *spreads* altos e vice-versa.

Exhibit 13: Relative change in unit labour costs

Percentage points change between 2000 and 2010 relative to the euro area average



Source: European Commission, Credit Suisse

15 - Piora dos Indicadores Financeiros

Apesar das discrepâncias de fundamentos macroeconômicos entre os participantes do bloco na década que precedeu a crise financeira de 2008, os países da Zona do Euro apresentaram bom comportamento fiscal (com exceção de Grécia e Portugal).

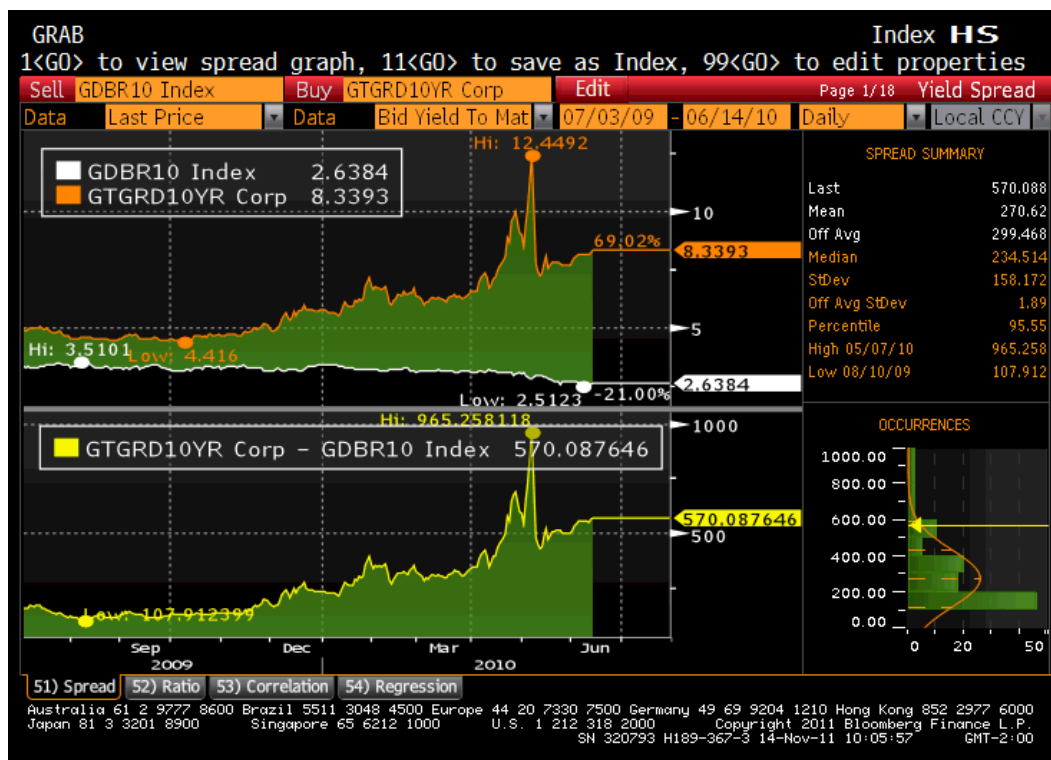
Entretanto a crise de 2008 fez com que a economia do bloco recuasse 4,1% em 2009. Alemanha e Itália apresentaram quedas acima de 5%, enquanto países como França e Portugal apresentaram quedas menos significativas, mas ainda assim acima de 2%. Assim como foi feito nos EUA, os governos europeus passaram a ter uma postura mais proativa na questão fiscal de modo a ajudar na recuperação. Conjuntamente o BCE reduziu a taxa de juros de 4,25% no fim de 2008 para 1,0% em meados de 2009.

Com isso os gastos dos governos aumentaram, seja via estímulo ou via seguridade social por causa do aumento do desemprego. Somado a isso, a arrecadação diminuiu fortemente. Alguns países, como a Irlanda, por exemplo, tiveram que salvar bancos. A questão fiscal ficou muito debilitada no bloco.

O primeiro país europeu a entrar em foco foi a Grécia. As contas fiscais desse país eram de longe as piores do bloco. O *spread* de taxa dos títulos de 10 anos alemão e grego que era de 100 bps em meados de 2009 passou a subir lentamente a partir de setembro desse mesmo ano. Isso acontecia basicamente porque o mercado passou a ter uma percepção pior em relação à solidez fiscal do país. O déficit fiscal já era elevado, arrecadação apresentava fortes sinais de queda, além disso muitos questionavam a qualidade contábil desses dados.

Em fevereiro de 2010, o governo grego tomou a primeira medida para conter a piora dos indicadores financeiros do país: começou a planejar cortes de gastos e fez medidas para aumentar a arrecadação, tinha como objetivo reduzir o déficit fiscal de 13% em 2009 para 3% em 2012. Os governos europeus apoiaram as medidas, entretanto isso não foi suficiente para acalmar os investidores que pediam cada vez taxas maiores para carregarem títulos da dívida grega. Em abril, o órgão de estatísticas oficiais da União Europeia confirmou que o déficit grego era maior do que o esperado e questionou validade de outros dados fiscais do país. Nesse momento os juros da dívida grega já avançavam para cima de 7% e ficava claro que o país necessitaria de ajuda financeira.

No início de maio, o país concordou em receber um pacote de ajuda de 110 bilhões de euros em três anos. Em compensação, o governo deveria reduzir drasticamente o déficit fiscal.



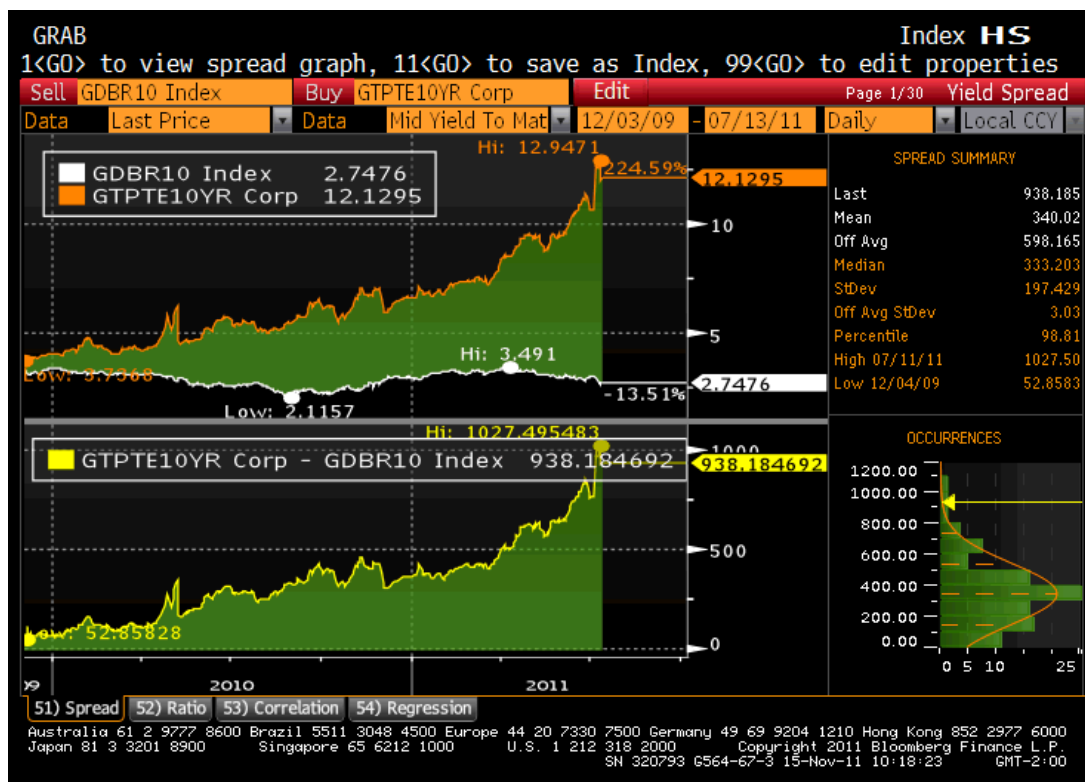
Fonte: Bloomberg

Linha laranja: título de 10 anos da Grécia

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima

Simultaneamente à piora das condições financeiras da Grécia, o mercado passou a questionar a solvência de outros países. Portugal começou a entrar no foco dos investidores. O governo português tentou se adiantar e já tomou medidas de austeridade em março e maio. Mesmo assim, as taxas de seus títulos soberanos avançavam gradualmente.



Fonte: Bloomberg

Linha laranja: título de 10 anos de Portugal

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima

A Espanha também passou a chamar atenção. Nesse caso, além do déficit fiscal, o problema era também bancário. Os bancos públicos regionais, conhecidos com *Cajas*, possuíam grandes ativos relacionados ao mercado imobiliário. Com a piora desse mercado, muito desses ativos passaram a não ter valor. Com isso, o governo teria que assumir esse passivo o que aumentaria sua dívida, ameaçando seus indicadores de solvência. Assim como Portugal, em março o governo espanhol passou a ter como meta forte redução do déficit público de quase 10% em 2010 para 3% em 2013.

A Irlanda foi outro país em foco. O problema desse país também foi relacionado à questão bancária e ao mercado imobiliário. A alavancagem nesse país era ainda mais elevada o que tornava o passivo potencial do governo extremamente elevado. Vale ressaltar que as condições fiscais era uma das melhores até a crise, demonstrando como passivos bancários podem se transformar em dívida pública em épocas de crises

financeiras. Em outubro de 2010, o governo irlandês corta 15 bilhões de euros do seu orçamento nos próximos 4 anos, de modo a reduzir o déficit fiscal para 3% em 2014. No mês seguinte, o país recebe um pacote de 67,5 bilhões de euros. Assim como na Grécia, foram demandadas mais medidas de contração fiscal.

O Banco Central Europeu também teve o seu papel nesse primeiro momento de piora financeira com o programa de compras de ativos: Securities Markets Programme ou SMP. Basicamente, o BCE passou a atuar no mercado secundário de modo a tentar resolver o mau funcionamento dos mercados de títulos e restaurar o mecanismo de transmissão de política monetária. Vale ressaltar que o BCE não tinha como objetivo monetizar as dívidas desses países, tanto que o SMP começou em maio e praticamente terminou em setembro com compras acumuladas de algo em torno de 64 bilhões de euros. O BCE manteria o programa enquanto não houvesse um órgão da EU que atuasse nesses mercados. Em teoria, o BCE não pode financiar governos europeus, como se observa pelo artigo 123 do Tratado da União Europeia:

Article 123
(ex Article 101 TEC)

1. Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as 'national central banks') in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments.

Nesse interim, as autoridades europeias criaram o órgão que atuaria na ajuda de países em dificuldades: o European Financial Stability Fund ou EFSF. Esse fundo foi usado em todos os pacotes com exceção do primeiro da Grécia. O fundo é garantido pelos países membros da Zona do Euro. Basicamente, esse emite títulos garantidos e financia países em dificuldade. No primeiro momento de sua criação em junho de 2010, o seu tamanho potencial era de 440 bilhões de euros. Entretanto como as autoridades queriam que o custo de financiamento fosse baixo e, como também tinha garantias de países em situação financeira pior, esse só conseguiria emitir o montante garantido por países com *rating* AAA. Consequentemente seu tamanho potencial era abaixo de 300 bilhões de euros.

Entre o pacote irlandês e o início de 2011, o mercado de títulos soberanos europeus acalmou. Entretanto a partir dessa data, os *spreads* soberanos voltaram a avançar.

Portugal até então tinha resistido à ajuda externa. Mas, em abril de 2011, os investidores já pediam mais de 7% nos seus títulos de 10 anos, demonstrando que o país necessitaria de um pacote. Em maio, foi acordado um pacote de 78 bilhões de euros.

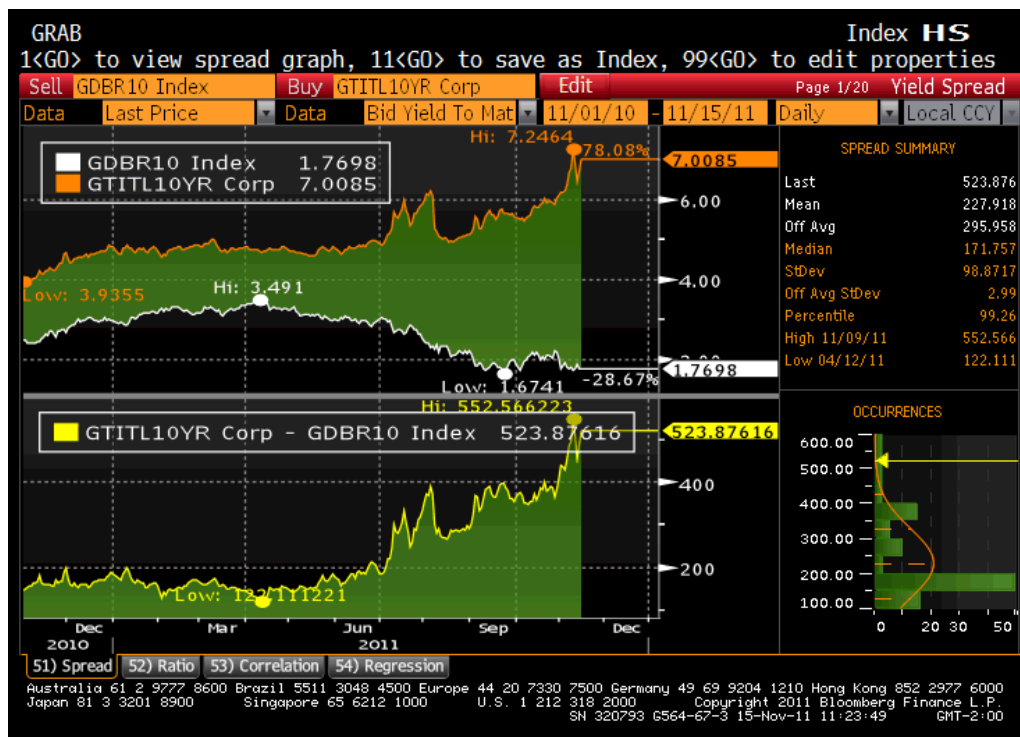
Basicamente, os três países pequenos estavam até esse momento com problemas financeiros. O tamanho do EFSF parecia dar conta do financiamento desses países por algum tempo.

Enquanto isso, os membros do FMI, BCE e da EU (grupo que ficou conhecido como *troika*) e o mercado começavam a notar que a Grécia não vinha conseguindo atingir suas metas de ajustes fiscais. A atividade econômica recuava de magnitude tal que a arrecadação não conseguia avançar mesmo com aumento de impostos. O corte de gastos também apresentava lentidão. O governo grego passou então a adotar novas medidas de austeridade, entretanto sua capacidade de atingir essas metas eram cada vez mais questionada.

Em junho de 2011, a *troika* declarou que a Grécia não estava conseguindo cumprir as metas estabelecidas. A fim de evitar o calote grego, as autoridades elaboraram um segundo pacote, que incluía novas metas fiscais. É interessante citar que, por meio desse pacote, pela primeira vez, o setor privado (credores) teria participação através de um *haircut* em suas carteiras de títulos soberanos gregos (*haircut* de 21%).

O mercado continuou questionando a capacidade do governo grego de realizar o prometido. Além disso, a participação privada demonstrou que os credores também passariam a arcar com os passivos, logo a aversão a risco não foi contida por muito tempo.

A crise atinge o próximo patamar com a gradual abertura dos títulos soberanos italianos e, em grau menor, espanhóis. No primeiro semestre de 2011, os títulos italianos de 10 anos tinham taxa de juros algo em torno de 5% ao ano. A partir de junho, as taxas começavam a avançar. No início de agosto, atingiu 6%.

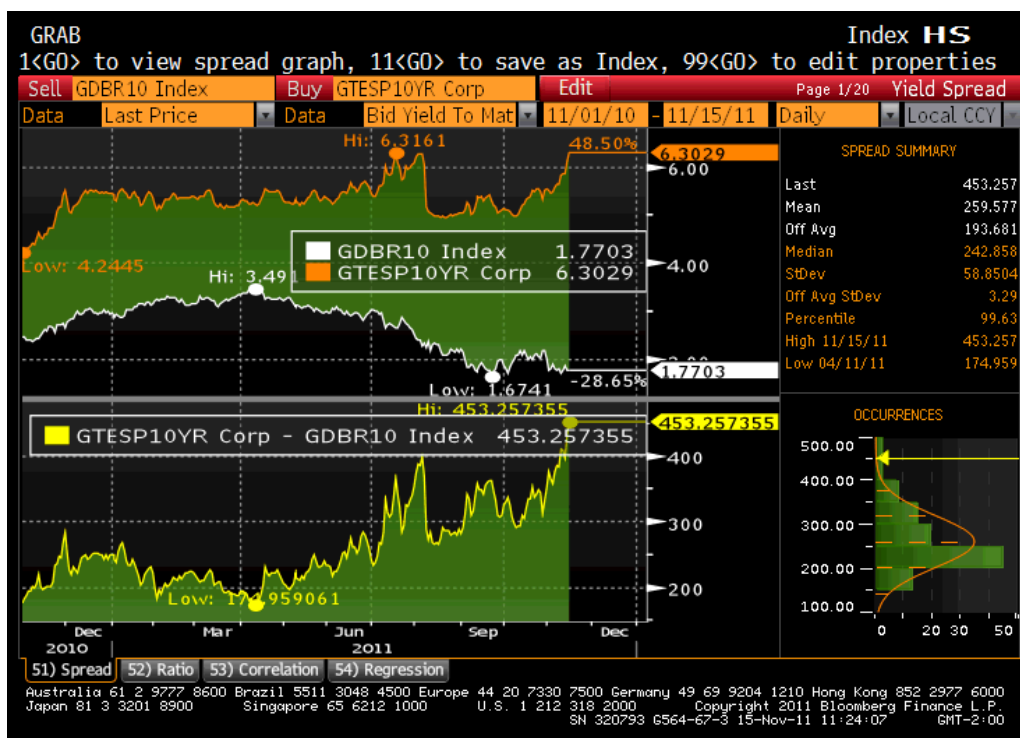


Fonte: Bloomberg

Linha laranja: título de 10 anos da Itália

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima



Fonte: Bloomberg

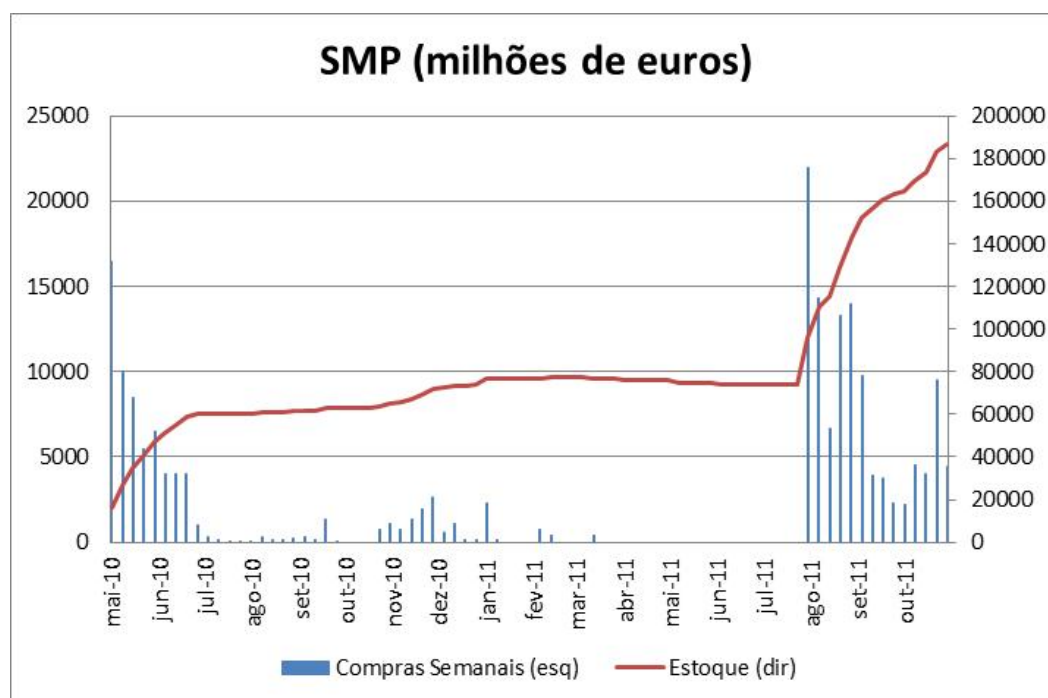
Linha laranja: título de 10 anos da Espanha

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima

A piora financeira italiana tem maior importância porque qualquer tipo de ajuda necessita de muito mais recursos do que os disponibilizado até então. Isso porque a dívida desse país se encontra em algo em torno 1,8 trilhões de euros.

Conseqüentemente, as autoridades europeias deveriam reagir. Em primeiro lugar, aumentaram o tamanho do EFSF para 440 bilhões de garantias AAA. Em seguida, o BCE passou a realizar uma segunda rodada de intervenção no mercado secundário, sendo dessa vez concentrada em Itália e Espanha.



Fonte Banco Central Europeu

A nova rodada de SMP obteve sucesso na redução dos *spreads* desses dois países. Os títulos italianos e espanhóis recuaram em média um ponto percentual. Porém, o SMP tinha resistências internas no BCE. Países como a Alemanha e Holanda, por exemplo,

se opunham ao programa argumentando que estaria havendo monetização da dívida pública desses países. Ou seja, por mais que o programa tenha permanecido até os dias de hoje, nunca teria o tamanho necessário para conter de forma efetivo o alargamento dos *spreads*. Com isso, gradualmente o *stress* financeiro nos títulos soberanos foi voltando. Instabilidade política na Itália só agravava o problema. A reticência alemã é verificada através de comunicados de autoridades como a entrevista do Financial Times com o presidente do Bundesbank Jens Weidmann de 14 de novembro de 2011:

The eurosystem is a lender of last resort – for solvent but illiquid banks. It must not be a lender of last resort for sovereigns because this would violate Article 123 of the EU treaty [prohibiting monetary financing – or central bank funding of governments]. I cannot see how you can ensure the stability of a monetary union by violating its legal provisions .I think the prohibition of monetary financing is very important in ensuring the credibility and independence of the central bank, which allow us to deliver on our primary objective of price stability. This is a very fundamental issue. If we now overstep that mandate, we call into question our own independence.

O governo italiano aprovou um pacote de austeridade em setembro e, assim como nos outros países, não conteve a deterioração da expectativa do mercado. Cada vez estava mais claro que a Itália (e Espanha) necessitaria de financiamento, seja através do BCE, EFSF ou FMI.

Ao mesmo tempo em que os países sentiam a pressão dos mercados, os detentores desses títulos soberanos também sofriam. Grande parte desses são bancos europeus, gerando outro problema. A crise econômica de 2008 demonstrou que uma crise bancária é potencialmente muito grave já que ameaça o sistema financeiro como um todo. No caso europeu, as carteiras desses bancos perderam muito valor fazendo com que muitos bancos começassem a ser vistos como insolventes. Assim, o financiamento dos bancos começou a ser mais custoso. O BCE sempre deu linhas de financiamento de curto prazo para os bancos locais. Entretanto a política do BCE é financiar aqueles que estão ilíquidos e não insolventes. Ficou claro que em algum momento seria necessário algum tipo de recapitalização bancária.

Simultaneamente, o governo grego demonstrava que não iria atingir as metas do segundo pacote. Seria necessária a renegociação dos termos desse, inclusive com maior contribuição do setor privado (maior *haircut*).

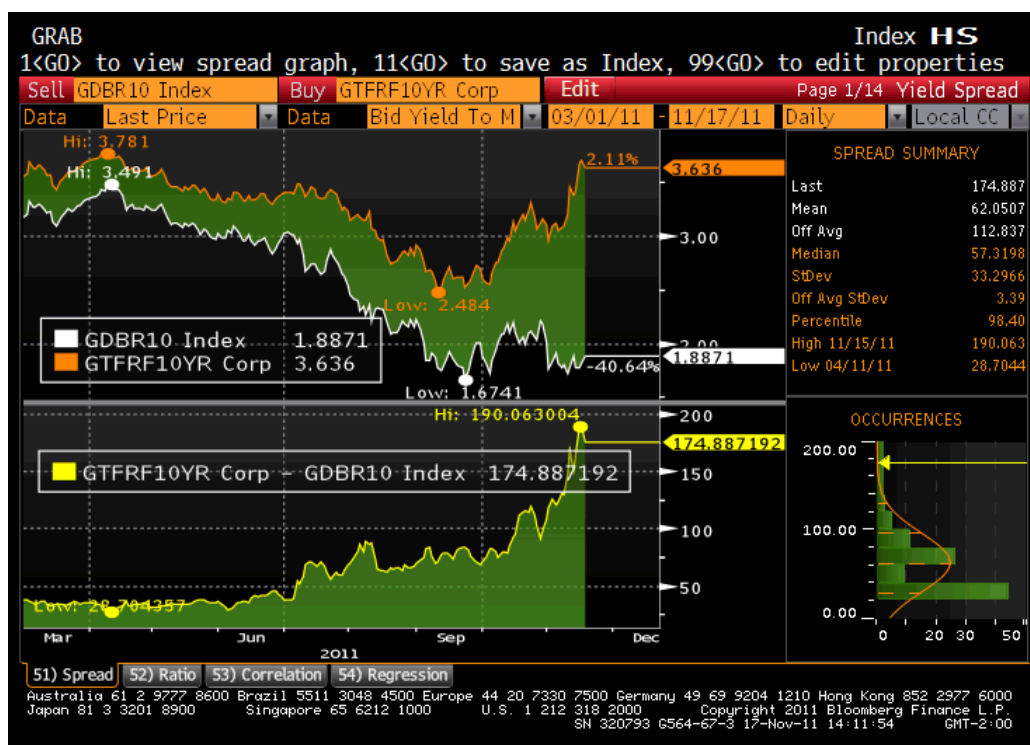
Por conseguinte, as autoridades europeias criaram um novo plano de resgate da Zona do Euro em outubro. O pacote era baseado em 3 aspectos:

- 1) Recapitalização de bancos com algo em torno de 106 bilhões de euros segundo o *Street Test* realizado pelo European Banking Authority ou EBA.
- 2) Aumento do *Haircut* dos detentores privados de títulos gregos de 21% para 50%. Com isso a relação dívida/PIB grega recuaria de 180% para 120%.
- 3) Alavancagem do EFSF através de um sistema de garantias. Basicamente a ideia é que emissões de países em dificuldade teriam a garantia parcial do EFSF. Um exemplo: em uma emissão de títulos italianos de 100 euros, o EFSF garantiria 20 euros, ou seja, em caso de *default* o credor resgataria pelo menos 20% do valor do título através do EFSF. Lembrando que o EFSF tem poder de fogo de 440 bilhões de euros, embora uma parcela disso já esteja comprometida com os pacotes anteriores e com parte da recapitalização de bancos. Logo, estima-se que sobraria em torno de 250 bilhões de euros. Supondo que a garantia seja de 20%, o poder de fogo seria de 5 vezes esse montante ou 1,25 trilhões de euros. Interessante notar que quanto menor a garantia, maior é o tamanho do fundo. No entanto, menor será a parte segurada e, logo maior o *spread* do título a ser emitido.

Até o então momento a reação dos investidores a esse último movimento das autoridades europeias não foi positiva. A taxa de juros dos títulos soberanos continua avançando. Nesse momento, os títulos italianos de 10 anos negociam a 7% de taxa anual. Cabe ressaltar que esse patamar foi o mesmo que Grécia, Portugal e Irlanda necessitaram de ajuda externa.

Ao mesmo tempo, os *spreads* de países AAA também começam a avançar em relação à Alemanha. Títulos soberanos franceses de 10 anos são negociados a 3,6%, bem acima dos correspondentes alemães com taxa de 1,9%. Vale frisar que a França é AAA e é garantidora do EFSF, ou seja, uma piora da sua percepção de risco colocaria em xeque todo o sistema de resgate montado até agora, já que as garantias

do EFSF passariam a não ter o mesmo valor. Isso é demonstrado pelo aumento do *spread* dos títulos do EFSF que atingiram mais de 2 p.p. em relação à Alemanha.

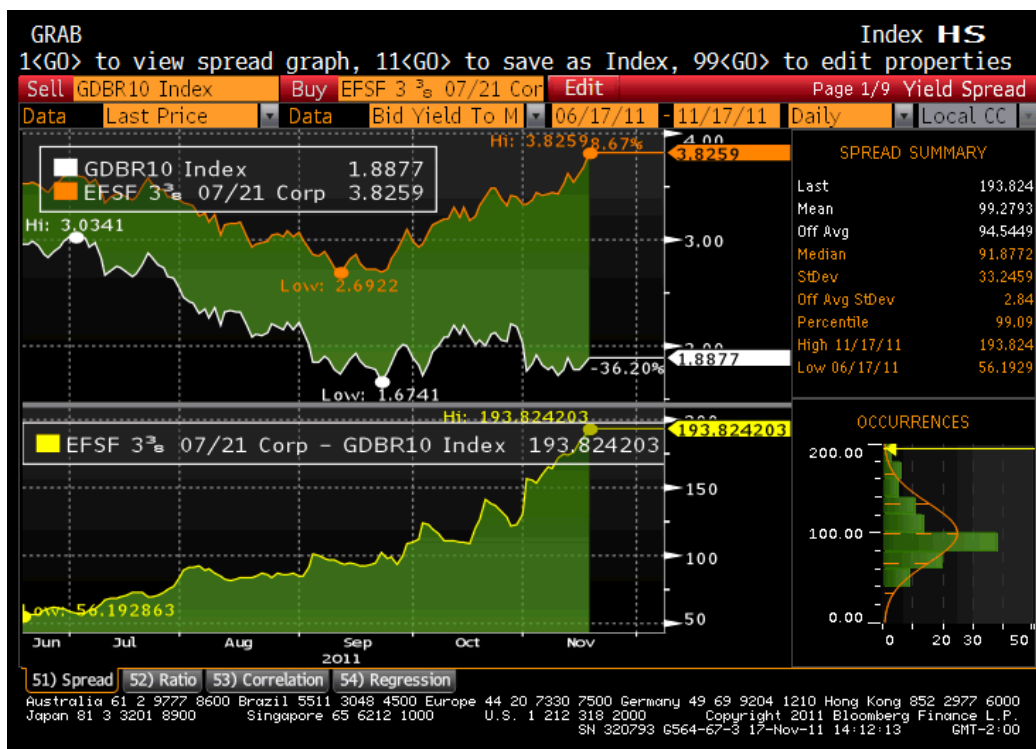


Fonte: Bloomberg

Linha laranja: título de 10 anos da França

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima



Fonte: Bloomberg

Linha laranja: título do EFSF com vencimento em maio de 2021.

Linha Branca: título de 10 da Alemanha

Linha Amarela: diferença de taxa entre os dois acima

Parece que no momento mais ações serão necessárias para acalmar a situação financeira europeia. Os investidores cogitam algumas novas medidas, entretanto todas tem algum tipo de barreira. Uma delas seria o aumento de capital no EFSF ou um pacote para Itália, entretanto isso aumentaria o passivo dos países garantidores. No caso alemão, isso tem forte oposição da coalisão de governo liderada pela Angela Merkel. Outra alternativa seria o aumento do ritmo de compras do BCE com o objetivo de reduzir as taxas dos títulos soberanos de forma duradoura. Essa alternativa também sofre pressão de autoridades alemãs, inclusive do Bundesbank que vê isso como monetização de dívida, o que geraria desestímulo a ajustes fiscais e potencial ameaça inflacionária. Além disso, o artigo 123 do Tratado da EU proíbe o financiamento fiscal via o BCE.

A questão europeia continua sem solução, o que demonstra o quão complexa é a tomada de decisões em um bloco tão heterogêneo.

Conclusão

A crise europeia demonstra como é problemática a inserção de países com indicadores macroeconômicos diferentes em um bloco monetário comum. Isso não quer dizer que seja impossível. O Brasil ou os Estados Unidos podem ser considerados um bloco monetário. A grande diferença é que nesses países há união fiscal entre os estados. Analogamente, na Europa os Estados nacionais não apresentam qualquer tipo de transferência de renda. Isso é importante, pois se Detroit, por exemplo, perder competitividade, o governo federal americano poderá subsidiar essa região através de repasses de modo que o impacto econômico seja suavizado.

Isso significa que uma solução para o bloco é o aumento do grau de união fiscal entre os Estados. No limite, a arrecadação seria unificada, despesas direcionadas por um algum órgão centralizado e títulos teriam somente um emissor. Ou seja, basicamente a Zona do Euro passaria a ser um Estado nacional como qualquer outro. Durante o processo, países sem problemas fiscais como a Alemanha realizariam transferências para a periferia de modo a suavizar a perda de bem-estar derivada dos ajustes macroeconômicos.

Logicamente que qualquer tipo de transferência de renda pode ser mal vista pela opinião pública. Entretanto essa precisa ter noção que nesse momento a alternativa a isso é muito mais dolorosa.

A união fiscal é a solução mais duradoura para a sobrevivência da Zona do Euro. Entretanto, na atual situação, medidas de curto prazo devem ser estabelecidas.

Em primeiro lugar, os países sem problemas financeiros devem aceitar que a perda econômica com o fim do Euro é enorme para os seus sistemas bancários. Isso quer dizer que devem aceitar maiores pacotes de ajuda ao financiamento da periferia. Além disso, pacotes de estímulos econômicos devem ocorrer simultaneamente com o objetivo de tentar evitar uma contração de atividade insuportável do ponto de vista político.

Em segundo lugar, o Banco Central Europeu deve aumentar a base monetária através de compras dos títulos soberanos dos países em dificuldades financeiras, ou seja, *Quantitative Easing*. Até o momento o BCE já realizou compras desses títulos, mas não o suficiente para reduzir os seus custos de financiamento. É necessário que a

instituição se comprometa com o mercado a realizar tal redução, o que necessitará considerável aumento do ritmo de compras em relação ao que é praticado atualmente. Se o mercado entender que o BCE mudou de postura e que está efetivamente monetizando a dívida desses países, as taxas de juros deverão recuar fortemente. Uma forma análoga de ver isso é a idéia de que nenhum país deixa de pagar as dívidas em moeda local, pois tem poder de impressão de moeda. Um dos problemas da Zona do Euro é o fato de que nenhum país individualmente tem esse poder, isto é, a dívida local passa a ser vista de certa forma como dívida externa. Se as autoridades e o BCE passam a realizar QE de forma mais extensa, os mercados passarão a ver o bloco como um país qualquer, ou seja, sem risco de crédito local.

Logicamente que somente a compra de ativos sem reformas estruturais não resolverá as discrepâncias econômicas dentro do bloco em prazos mais longos. Os países em dificuldades financeiras terão que aceitar a perda de bem-estar de modo a apresentar ganhos de competitividade, de certo modo assim como fez a Alemanha a partir de 2003. No entanto, a compra de ativos em larga escala ajudará na contenção do alargamento dos *spreads* soberanos.

É preciso ter em mente que o problema europeu deve ser resolvido por europeus, ou seja, dinheiro de países detentores de grandes reservas ou o FMI somente ajudará se for incluído em um contexto mais amplo de resgate crível elaborado por membros do bloco.

Além disso, as autoridades devem aceitar que quanto maior for o prazo de resolução da crise, maior será a desconfiança dos mercados e mais custosa financeiramente, socialmente e politicamente será a solução.

O fim do Euro não pode ser descartado já que a tomada de decisão no bloco é extremamente pulverizada e morosa. Ainda assim, acredito que o desenrolar da crise começa a demonstrar o quanto é custoso esse caminho.

No fim, acredito que o caminho será a monetização da dívida por parte de BCE. Alguns membros mais frágeis poderão sair do bloco, mas o núcleo deverá permanecer. A consequência será um grupo menor, entretanto com maior grau de integração fiscal. Os objetivos sociais, econômicos e políticos da união dos países europeus deverão se sobressair sobre os demais pontos.

BIBLIOGRAFIA

-KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional*. Editora Pearson Education Brasil 6ª edição (capítulo 20), Maio de 2009.

-FMI. *Italy - Staff Report for the 2011 Article IV Consultation; Informational Annex; Public Information Notice; Statement by the Staff Representative; and Statement by the Executive Director for Italy*, Julho de 2011.

-FMI. *Spain: 2007 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, maio de 2007.

-FMI. *Staff Report for the 2011 Article IV Consultation; Public Information Notice; Statement by the Staff Representative; and Statement by the Executive Director for Spain*. Julho de 2011.

-FMI. *Germany: 2011 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Germany*, Julho de 2011.

-European Central Bank. *History, Role and Functions*, 2004.

-European Central Bank. *Monthly Bulletin November*, Novembro de 2011.

-European Central Bank. *Monthly Bulletin October* Outubro de 2011.

-European Central Bank. *Monthly Bulletin September* Setembro de 2011.

-Euro Summit, *Full Text: Euro Summit Statement on Greek Hard Restructuring*, Outubro 2011.

-European Union, *Consolidated Versions of the Treaty on European Union and The Treaty on the Functioning of the European Union*, março 2010.

-European Comission, *One Currency for one Europe – The Road to the Euro*, 2007.

-FELDSTEIN, Martin. *Europe is not the United States*. Disponível em :
<<http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein42/English>>. 29 de novembro de 2011.

-Wall Street Journal. *Europe's Debt Crisis*. Disponível em :
<<http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-EZdebt0210.html>>.

