



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**ANÁLISE E IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ZONA DO EURO
COM A IMPLEMENTAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS NEGATIVAS**

Rio de Janeiro
2017

LUIZ FELIPE TEIXEIRA DE FREITAS

Número de matrícula: 1210960

**ANÁLISE E IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ZONA DO EURO
COM A IMPLEMENTAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS NEGATIVAS**

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do Curso de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-RIO.

Orientador: Prof. José Marcio Camargo
Tutor: Prof. Marcio Garcia

Rio de Janeiro
2017

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a minha família por todo o apoio incondicional, amor e carinho ao longo da minha vida. Meus princípios eu devo a vocês como também grande parte de minhas conquistas. Também gostaria de agradecer a todos meus amigos que possuem grande influência em quem eu sou hoje como pessoa. Por fim, agradecer a PUC-Rio, professores, e pessoas com quais já trabalhei, pelos ensinamentos e conhecimentos passados. Hoje me sinto realizado e confiante para seguir meu próprio rumo na carreira que queira trilhar.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	05
2	MOTIVAÇÃO.....	07
3	CENÁRIO HISTÓRICO DA ECONOMIA NA ZONA DO EURO.....	08
3.1	A CRISE FINANCEIRA NA EUROPA.....	09
4	QUANTITATIVE EASING.....	13
5	TAXAS DE JUROS NEGATIVAS.....	18
6	ANÁLISE EMPÍRICA.....	26
7	CONCLUSÃO.....	37
	REFERÊNCIAS.....	39

1 INTRODUÇÃO

A partir da crise financeira de 2008, forças desinflacionárias afetaram as principais nações do globo. O resultado disso foi o corte nas taxas de juros gerando inúmeros títulos globais com taxa abaixo de zero, interferindo no crescimento das economias e inflação.

Iniciado por bancos centrais menores ao longo dos anos 2000 surge um fenômeno na economia que despertou os analistas, a adoção de taxa de juros nominais negativas. Foram adotadas pelos bancos centrais com o objetivo de se tentar gerar inflação, evitando um cenário de deflação econômica e como forma de buscar um aquecimento das economias.

No caso da União Europeia, objeto deste estudo, a autoridade monetária adotou as taxas de juros nominais negativas, pois a inflação vinha se apresentando em queda desde 2011, chegando à deflação em 2014. Vale ainda mencionar que, além disso, o Banco Central Europeu (BCE ou ECB) deu início em 2015 ao programa de Quantitative Easing (QE), que resumidamente significa a criação de grandes quantidades de dinheiro novo por um banco central.

Por outro lado, considerando a taxa de juros negativa uma alternativa nova na economia mundial, ainda se tem dúvida se esta será eficaz no aquecimento econômico, ou se pode contribuir negativamente.

Contudo, o estudo busca analisar os impactos da política monetária do Banco Central Europeu, mais precisamente no que se refere a implementação das taxas de juros negativas, destacando a problemática das políticas econômicas tradicionais e principalmente a questão relacionada às falhas da instituição da moeda única – no caso o Euro -, que gerou a imposição de limites drásticos nos processos de recuperação econômicas dos países locais.

Justifica-se assim o estudo em função de que os estímulos monetários como o programa de compra de ativos, e a introdução das taxa de juros negativas são relativamente novos e pouco convencionais, e ainda não demonstraram total eficiência na resolução das questões ligadas ao baixo crescimento de diversas nações europeias.

A metodologia adotada consiste em pesquisa exploratória qualitativa de cunho bibliográfico, adotando principalmente artigos de periódicos e materiais de economia, política econômica, administração internacional e financeira, dando prioridade para os materiais mais recentes.

2 MOTIVAÇÃO

Quando se fala em ambiente macroeconômico, a política monetária tem um papel altamente significativo. A economia global vive um período de baixo crescimento, baixa inflação, e baixas taxas de juros já há um bom tempo, o que faz do tema abordado aqui, extremamente atual e relevante na hora de se discutir economia. Os principais bancos centrais ao redor do mundo vêm atuando mais fortemente do que nunca em busca de um melhor rumo para a economia. Influenciando não só a economia real dos países, como o mercado financeiro e a vida em si de cada um ao redor do globo.

É de conhecimento geral que a quantidade de liquidez gerada nos últimos anos é algo extraordinário, as taxas de juros globais nunca foram tão baixas, e nunca houve tanta incerteza a respeito da eficácia dessas e outras políticas monetárias. Se os mesmos instrumentos monetários adotados hoje fossem utilizados há anos atrás, a eficácia e a velocidade de suas consequências possivelmente seriam maiores do que o que ocorre hoje. É possível dizer que o mundo se encontra em um momento um tanto diferente.

De qualquer maneira, essa é a realidade atual, e é provável que o ambiente global siga sendo estimulativo por um tempo do ponto de vista monetário, no entanto, para um maior dinamismo econômico talvez outro tipo de estímulo e políticas não monetárias também serão requisitadas.

3 CENÁRIO HISTÓRICO DA ECONOMIA NA ZONA DO EURO

Em se tratando da relação custo x benefício entre a união monetária de nações e o nível de abertura econômica observa-se que uma economia que se posiciona mais abertamente possui vantagens em uma união monetária, considerando que aumenta o peso da eliminação de custos de transação em nações com comércio exterior mais forte, descreve De Grauwe (1997).

Para se compreender melhor o estudo, se faz necessária uma abordagem a respeito do histórico da criação da zona do Euro. Assim sendo, destaca-se que na metade do século XX, a Europa tinha passado por duas guerras mundiais que culminaram em privações consideráveis até mesmo no período inter-guerras, fortemente afetado por desemprego e crises como a de 1929, por exemplo, o que gerou políticas de desvalorização cambial significativas (BLIKSTAD, 2015).

A partir daí surge a ideia de criação da União Europeia, visando evitar conflitos entre os países que se apresentavam com forte nacionalismo, bem como os que necessitavam se reconstruir tanto física como economicamente. Assim, surgiram alguns tratados como a CECA em 1951, entre Alemanha (Occidental na época), França, Itália, Luxemburgo, Bélgica e Países Baixos; também o Tratado de Roma em 1957, estabelecendo a CEE em 1958. E mais à frente, em 1969, surge o Plano Barre que tratava de cooperação monetária mais próxima entre os países, e que já se baseou em uma união monetária através do que foi então chamado Plano Werner¹ de 1971 que propunha a união das moedas até 1980, descreve Faraco (2013).

O grupo Werner demonstrou seu relatório prevendo a criação de uma União Econômica Monetária (UEM), buscando a liberalização total dos movimentos de capitais, convertendo as moedas dos membros e estabelecendo as taxas de câmbio, porém, nesse meio tempo ainda surge o colapso de Breton Woods. Colapso esse que ocorreu principalmente depois que os Estados Unidos permitiram a flutuação da moeda local gerando instabilidade e afetando fortemente as moedas europeias, o que incorreu em significativo atraso na UEM.

¹ Nome dado de acordo com o então Primeiro-Ministro de Luxemburgo Pierre Werner, que foi encarregado de criar um relatório para atingir esta meta.

Em 1989 surge o Informe Delors, que visava a formação de uma união econômica e monetária e após dois anos em trâmites, surge o Tratado de Maastricht, que determinou prazos fixos para a criação da moeda única. Atualmente 19 dos Estados-Membros possuem o Euro como moeda única, e 9 Estados-Membros fazem parte da União Europeia mas não utilizam o Euro como moeda (EUR-LEX, 2011).

Acredita-se que a União Europeia surgiu devido a uma corrente que além de buscar defender a cooperação regional em um período pós-guerra, focada no institucionalismo supranacional, dava ênfase no comércio como o maior responsável pelos benefícios aos países em todos os setores (OSÓRIO, 2013).

Porém, ao adotar uma união monetária, existem custos para os países envolvidos como a perda da política monetária e cambial e nesse caso Blanchard (2001) destaca ainda que considerando a paridade de juros, caso dois ou mais países decidam adotar uma taxa de câmbio fixa e neste caso os mercados acreditem nesta política, com a desvalorização igual a zero, as variações nas taxas de juros dos países devem ser idênticas, o que faz com que em uma união monetária, as taxas de juros dos países necessitam ser aproximadas. Neste caso, se um dos países estiver em déficit, isto pode afetar todo o grupo.

No caso da EU, acredita-se em uma falta de homogeneidade na economia dos países como um dos fatores que gerou a crise, a citar como exemplo, países como Itália, Espanha, Portugal e Grécia possuem situações econômicas distintas de nações como a Alemanha, por exemplo.

3.1 A CRISE FINANCEIRA NA EUROPA

Tal como observa Sousa (2016) o Euro, ou seja, a moeda comum da Europa surgiu em função de uma união de forças e integração dos principais Estados europeus, e uma maior compreensão histórica da origem desta moeda pode trazer maiores explicações a respeito dos problemas encontrados atualmente.

Assim, é relevante observar que a partir do momento em que o Euro foi instaurado, buscava-se mais representatividade política e maior desenvolvimento

econômico, acreditando que este sistema monetário único na Europa traria facilidades comerciais e de negócios, o que de fato funcionou por alguns anos apresentando cerca de 15% de crescimento econômico na UE e o controle da inflação que não passava dos 2% (SALATIEL, 2012).

Porém, cabe destacar que o fim da 2ª Guerra Mundial deu margem para que os Estados Unidos se colocasse em posição líder no mundo capitalista em decorrência da Guerra Fria e da ameaça comunista, colaborando na reconstrução da Europa e com o estímulo na integração onde o padrão do sistema monetário internacional era de suma relevância. No entanto, haviam duas problemáticas que constituíam na escassez de dólares dos países europeus e o posicionamento da Alemanha na economia europeia, aspectos que mais à frente foram pontos para a crise que se instaurou a partir de 2008 (EICHENGREEN, 2007).

Como consequências desta crise destacam-se o aumento no desemprego, a fuga de capitais de investidores, o descontentamento do povo, queda no PIB e nos ratings dos países do bloco, entre outras, o que fez com que a Europa passasse a implementar um pacote anticrise no ano de 2011, além de tentar auxiliar nações com dificuldade como a Grécia, por exemplo, e definir um pacto fiscal que foi realizado em 2012 mas que não assegurou totalmente o que foi planejado em relação às políticas públicas, pois já em 2013 houve retração já no início daquele ano.

Sem o objetivo político claro de construção de economia continental realmente integrada e conservando antigas assimetrias, a zona do euro passou, após o crash de 2008, a viver em crise permanente. Os problemas financeiros da Grécia e o desemprego muito elevado neste país, assim como em Portugal e na Espanha, são exemplos das vicissitudes enfrentadas pela economia europeia, fato também evidenciado pela semiestagnação francesa e pela precarização do trabalho na Alemanha.

Segundo texto citado no site do Senado Federal, observa-se mais claramente:

Por que a Europa, continente associado ao desenvolvimento econômico, à estabilidade e ao bem-estar social, chegou à beira do precipício, sem que ninguém desse antes o sinal de alerta? Uma das justificativas é a falta de mecanismos de acompanhamento e controle, pela União Europeia, das economias de cada país. O órgão responsável pela política monetária do bloco é o Banco Central Europeu. Mas inexistente uma instituição que acompanhe a situação fiscal e controle o balanço financeiro das 16 economias nacionais que formam a comunidade. Como consequência, os

desacertos econômicos só são descobertos quando a situação se torna crítica (BRASIL, 2013).

É interessante citar Nardi (2015), que observa que os países da Zona do Euro vivem atualmente situação similar à do Japão da década de 1990, onde mesmo considerando a política favorável, ainda possuem expectativa de inflação e atividade baixas, pois de acordo com o autor, a inflação vem caindo desde 2011 e chegou à deflação em 2014.

A Figura a seguir destaca a deflação da zona do Euro no ano de 2014, fato que não ocorria desde 2009, e foi um aspecto que preocupou muito analistas por representar uma desvalorização de preços de ativos, e deixando o consumidor menos disposto ao consumo, afetando fortemente a economia.

Figura 1 – Deflação Euro - 2014



Fonte: FOLHA UOL, 2015.

No entanto, atualmente é possível dizer que a grande crise na Europa teve fim, mas nem por isso o continente deixa de divergir em relação à economia e políticas globais, pois ao invés da coesão percebe-se a Zona do Euro como incompleta, o que é prejudicial ao crescimento. Nos últimos anos da Europa percebe-se uma “clivagem cada vez mais profunda entre excedentários e deficitários, entre credores e devedores”, e assim, um ambiente com taxas de juros muito baixas não possui condições de restaurar

um crescimento na economia e no emprego, a considerar que este seja feito junto a reformas que possibilitem ultrapassar as barreiras a este crescimento (RIBEIRO, 2015).

Com isso, percebendo que as políticas econômicas tomadas após o surgimento da crise europeia não estavam tendo os efeitos desejados e a economia ainda precisava de maiores estímulos o BCE (Banco Central Europeu) decidiu seguir impondo políticas monetárias acomodativas. Introduziu-se o programa de compra de títulos Quantitative Easing (QE) e ainda as taxas de juros negativas. Ambos serão temas dos próximos capítulos.

4 QUANTITATIVE EASING

Depois do ocorrido no mercado mundial com a crise de 2008, os Estados Unidos deram início a um programa de política monetária não convencional que, visando o aumento da base monetária, poderia aumentar também as oportunidades de financiamentos e assim, contribuir para um maior aumento na economia interna para que esta nação – líder mundial – pudesse sair da recessão que consequentemente afetava todas as nações da esfera global, descreve Martins (2016).

Já, para Fahri (2014), foi a partir de 2011, após os Bancos Centrais de economias desenvolvidas baixarem taxas de juros próximas à zero, que as autoridades monetárias buscaram outros modelos de políticas monetárias com o objetivo de impedir uma deflação das economias, no que inserem um afrouxamento quantitativo, denominado comumente de “Quantitative Easing - QE”, que realiza a emissão da moeda pela aquisição de ativos nos Estados Unidos e Inglaterra, ou ainda por empréstimos a bancos na zona do Euro.

Ben Bernanke, economista norte-americano e então Presidente do Federal Reserve (FED), Banco Central dos Estados Unidos, à época da crise, aprovou a implantação deste programa de compra de ativos em larga escala, conhecido como Quantitative Easing, que segundo ele já era aplicado nos anos 1930 e 1940 no combate à crise de 1929, e também foi utilizado no combate à deflação no Japão nos anos 2000.

Quando de sua gestão no FED, Ben Bernanke apoiou a compra de US\$ 600 bilhões em *mortgage-backed securities*² e ainda títulos da dívida do governo americano com taxas de juros fixa e até 10 anos de vencimento, valor este que em quase dois anos possuía cerca de US\$2,1 trilhões entre dívidas bancárias, *treasuries* e outros.

Mas em 2010, por necessidade, foi anunciada uma nova rodada de compra de ativos denominada de QE3, onde foram adquiridos US\$600 milhões somente em *treasuries* até o fim de 2011, diferente do que ocorreu na primeira rodada onde foram comprados ativos distintos.

² Títulos garantidos por créditos hipotecários.

Já em 2011, observa-se um aumento nos índices do mercado de ações nos Estados Unidos e nos *treasuries*, o que talvez ocorreu com a medida do FED de manter as taxas de juros próximas a zero até 2013, talvez estimulando a terceira rodada, ou QE3 como foi denominado (LIMA, 2011).

Em 2012, os títulos do Tesouro dos Estados Unidos tiveram bastante oscilação de preço e diante disso, Bernanke se posicionou – como de costume - de maneira de certa forma dita ‘descompromissada’, deixando a política monetária à mercê do mercado (AGÊNCIA ESTADO, 2012).

E assim, neste mesmo ano de 2012, o FED anuncia no mês de setembro a QE3, com a aquisição de US\$40 bilhões mensais em *agency mortgage-backed securities*, isento de prazo, o que teve outra denominação – QE – Infinity.

A partir daí, com processos que passaram até mesmo ao aumento no volume de compras, por exemplo, chega-se a um ponto onde há a necessidade de reduzir o ritmo até que fosse zerada a compra mensal dos títulos, o que Bernanke passa a chamar de *tapering* (PRIAL, 2013).

Para Rossi (2010), o QE trouxe alguns benefícios, mas também foi criticado em algumas nações por trazer maior liquidez em dólar para o mundo, fazendo com que os países emergentes, por exemplo, tivessem uma valorização de cerca de 14% em suas moedas entre meados de 2008 e 2011. Com isso, influenciados pelo QE americano, alguns desses países sofreram até uma desaceleração nas taxas de crescimento da economia.

Ao mesmo tempo, Tavares e Fiori (1997), descrevem que em decorrência da dependência estrutural da moeda e da ordem financeira mundial sobre a dívida norte-americana, os outros países se mantêm alinhados no que se refere à política cambial, de taxas de juros, monetária e fiscal dos Estados Unidos, e assim, qualquer medida adotada pelo Banco Central americano – FED, afeta fortemente o regime financeiro e monetário mundial, trazendo fortes consequências para as outras economias.

Em 2013 as consequências do QE norte-americano no cenário econômico mundial foram expostas pelo Banco Central Europeu (BCE) através de um documento que destaca que os países emergentes foram mais fortemente afetados pelos efeitos de tal política diante dos mais desenvolvidos, neste caso induziu saídas de capital quando

este era escasso e atraiu mais capital quando estava em excesso, o que conseqüentemente aumentou as taxas de câmbio e os preços dos ativos, ou seja, as nações mais fortes são menos expostas às questões ligadas ao QE norte-americano do que as mais fracas (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013).

No caso da Europa - objeto de estudo deste trabalho -, em 2015, o BCE anunciou o início do programa de QE onde € 60 bilhões mensais em dívida pública e privada seriam comprados até setembro de 2016. Mario Draghi, então presidente do BCE afirmou na época que esta foi uma medida fundamentada no nível de inflação, aspecto que vinha se mantendo muito baixo.

No artigo publicado por Ronald Janssen (2015), o autor destaca que o QE na Europa possui algumas falhas, a citar o atraso na decisão do BCE de entrar em um grande programa de QE em decorrência das expectativas sobre a inflação que estavam em baixa naquele momento, e neste caso, se a população trabalhadora acreditava realmente nesta baixa inflação – podendo ser chamada de enganosa – automaticamente se consolida a desinflação e a deflação.

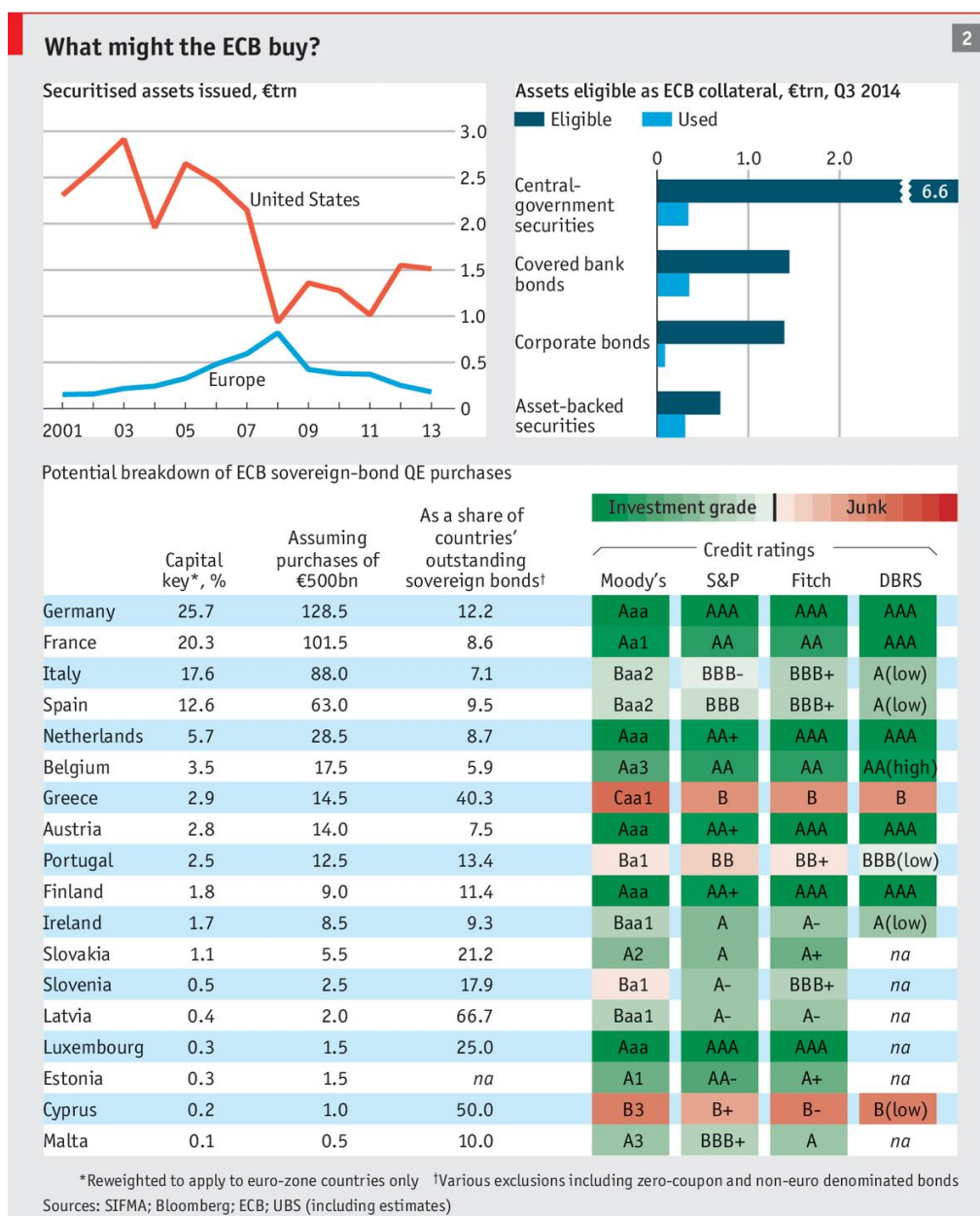
Ainda, cabe citar diante deste aspecto, que a partir do momento em que a população possui mais dinheiro disponível, conseqüentemente consome mais e investe mais, desencadeando a inflação, no entanto, a família europeia, talvez por razões culturais, age diferentemente da americana, e não consome mais quando se depara com mais, e neste caso Janssen (2015) observa que:

(...) as empresas financiam principalmente os seus investimentos através do sistema bancário e muito menos significativamente nos mercados financeiros. O BCE, injetando fortemente liquidez no sistema, impulsionará certamente o valor dos títulos e do endividamento das empresas, mas esses efeitos serão de valor limitado quer pelo lado do consumo quer pelo do investimento.

Outro defeito a ser considerado é o fato de que a União Europeia é heterogênea, por ser formada e diversas culturas que compartilham somente a mesma moeda, o que gera conflitos e valores econômicos nas compras de ativos onde, por exemplo, para a Alemanha € 144 bilhões de títulos equivalem a 12,5% da dívida do país, enquanto que € 98 bilhões equivalem a 5% da dívida na Itália e € 70 bilhões a 7,6% na Espanha.

Um exemplo disso pode ser visualizado melhor na Figura 2 a seguir, que cita os países do bloco e as respectivas aquisições de ativos pelo BCE, além dos níveis de investimento das principais agências de crédito como Moody's, S&P, Fitch e DBRS, ainda destacando a diferença entre as atuações dos Estados Unidos e da Europa diante do QE.

Figura 2 – QE do Banco Central Europeu



Fonte: The Economist, 2015.

Contudo, através do que se observa a respeito do QE, é possível concluir que a princípio nota-se esta como uma decisão acertada e que até mesmo teve seu modelo copiado em diversas nações. Este modelo, em sua base não é por si só um fator gerador de inflação, isto ocorre somente quando grande parte da liquidez seja voltada à economia é que aumenta a massa monetária passiva de inflação, podendo gerar tal aspecto. Diante disso, nota-se que dar início ao QE é tarefa simples, porém, pará-lo é que se torna problemático.

Janssen (2015) ainda acrescenta que o conceito geral do programa de QE poderia ser melhorado e obviamente ajustar as lacunas que ocorrem em sua eficácia, um exemplo disso seria o caso do BCE “abandonar sua defesa das reformas deflacionárias dos sistemas de formação de salários”, assim, o sistema poderia ter maiores chances de ser bem sucedido no caso de estimular o crescimento da economia e aumentar a inflação.

Em termos práticos, ainda houve algumas mudanças ao longo do programa. Em março de 2016 o ritmo de compra mensal foi elevado para € 80 bilhões e Mario Draghi deixou claro que não terminaria mais o programa de forma abrupta no início de 2017. Seguindo a cronologia, Mario Draghi, anunciou em dezembro de 2016 que ao invés do que foi previamente decidido, o programa de compra de ativos não terminaria mais em março de 2017, mas sim em dezembro de 2017. Em adição a mudança na data de encerramento do programa, o ritmo prévio de compra de € 80 bilhões mensais se reduziria a € 60 bilhões. De qualquer forma, a política monetária se manteria acomodatória por um tempo, evitando por ora, qualquer preocupação dos investidores frente aos efeitos do encerramento do programa.

Somando-se a isso, o presidente do BCE, também vem afirmando que pretende manter a taxa de juros nos patamares atuais até pelo menos o fim do programa de Quantitative Easing. Taxas de juros essas, que estão atualmente nos menores patamares históricos e serão tratadas mais a fundo no próximo capítulo.

5 TAXAS DE JUROS NEGATIVAS

Até a década de 1990, as atividades relacionadas a empréstimos de Bancos Centrais a governos não eram corriqueiras na economia, pois a pauta era centrada quase que exclusivamente no comparativo das nações sobre questões macroeconômicas de financiamentos dos Bancos Centrais aos governos, mas recentemente a literatura econômica tem trazido abordagens diferenciadas.

Desde a crise financeira de 2008, os principais países do globo vêm lutando contra a deflação quase que exclusivamente por políticas monetárias. Taxas de juros cortadas, diversos programas de compra de ativos feitos pelos Bancos Centrais, quase dez trilhões de títulos globais com taxa zero ou abaixo disso, e ainda assim, o crescimento econômico e a inflação não conseguem se elevar significativamente.

É aí que surge a ideia de taxas de juros negativas. Diversos Bancos Centrais, ao perceberem a ineficácia de suas políticas monetárias decidem implementar uma ideia nova, um novo instrumento, quase que uma última tentativa para alcançar os objetivos almejados. Dinamarca, Suécia, Suíça, Japão, e a Zona do Euro aderiram.

Desde 2015, e mais precisamente em 2016, autoridades monetárias de diversos países passaram a adotar esta nova medida nos mercados governamentais que são as taxas de juros nominais negativas, em busca de um maior aquecimento econômico e de se evitar a deflação (SERIGATI, POSSAMAI, 2016).

De acordo com Oliveira, Wolf e Palludeto (2016, p.131), a decisão de adotar taxas de juros negativas é uma medida que:

(...) revela os limites das ações convencionais de política econômica para viabilizar a recuperação econômica da região, em particular dos países da periferia. Limites esses, vale salientar, potencializados pelas restrições impostas pelo conjunto de “falhas genéticas” do euro, cuja superação encontra fortes resistências dos países do centro, liderados pela Alemanha.

Quando se fala em limites convencionais surge o trecho citado por Tenebrarum (2016) que destaca o porquê de não ser comum referir-se a taxas de juros negativas, pois esta prática não existiria em um mercado isento de obstáculos, e as taxas de juros negativas são resultado, indiretamente, de uma intervenção dos Bancos Centrais.

Na teoria, as taxas de juros devem contar com dois componentes adicionais: um preço (inflação) que reflete o declínio no poder de compra da moeda, e um prêmio de risco ou prêmio de benefício do negócio, que reflete a percepção dos credores sobre a solvabilidade do mutuário, e gera um ganho de negócios para os envolvidos no empréstimo. Mas este não é o caso, considerando-se o fato da intervenção dos Bancos Centrais, o que distorce completamente a política monetária de mercados de taxa de juros. Diz-se frequentemente que o interesse é o ‘preço’ do dinheiro, mas na realidade isso não ocorre, e sim uma ‘relação de preço’: a diferença entre o valor atual dos bens presentes em relação ao valor atual dos bens futuros (CAPILLA, 2016).

Com base em artigo do jornal inglês *The Telegraph*, “mais de 30% dos títulos da dívida pública na Zona do Euro, que incorrem em cerca de € 2 trilhões em títulos emitidos pelos governos, vem sendo tratados a taxas de juros negativas” (WARNER, 2015).

Inicialmente as políticas de taxas de juros negativas atingiram o crédito de maneira positiva, de modo que este passou a se contrair mais lentamente e o Banco Central Europeu (BCE) ainda tinha expectativas de que a contração do crédito fosse revertida. Ao mesmo tempo a Alemanha auxiliou a impulsionar o crescimento, mas outros aspectos como o desemprego e a queda de preços não se mostraram positivos, e assim, o efeito das taxas de juros ainda tem sido uma incógnita sobre sua positividade no mercado econômico europeu e mundial (MURILLO et al, 2015).

Porém, de certa forma as taxas de juros negativas sempre existiram se considerar, a grosso modo, que tudo tem um preço e que até mesmo para se utilizar um cofre em um banco é cobrado para isso; a diferença é que hoje os governos estão pagando aos bancos por empréstimos, destacando aqui que se trata de volumes imensos, que somente um ativo é livre de risco, que são títulos de dívida de governos sólidos, que no caso da Europa incluem-se Alemanha e Suíça, e quanto menor for o prazo, menos riscos provoca.

Desconsiderando as razões com que as taxas de juros negativas têm sido impostas é relevante destacar mais brevemente que desde junho de 2014 os bancos estão basicamente pagando juros para depositar seu dinheiro no Banco Central Europeu. No entanto, na prática, muitas vezes ao invés de bancos destinarem seus ativos a economia real via crédito, eles buscam guardar seu dinheiro em outras entidades cuja taxa apesar

de ainda serem baixas, são levemente superiores. Como exemplo mais a taxa de depósito no Riksbanken (Banco Central da Suécia) que em outubro de 2014 passou a zero sua taxa Repo³, que foi estabelecida em 35 pontos abaixo de zero em julho de 2015, levando a taxa de depósito a -1,10% em setembro/novembro 2015, e mantendo a taxa interbancária sueca (STIBOR) em queda. Isso faz com se observe em resumo que instituições financeiras vêm pagando e não lucrando com os juros sobre empréstimos interbancários em Coroas, por exemplo, considerando-se os índices de mercado Euribor e STIBOR, por exemplo, que demonstram o quanto as instituições estão dispostas a emprestar entre si, seja em Coroas, Euros, ou outra moeda (ROMERO; 2016).

Tanto os resultados de curto, como de longo prazo são incertos para a economia. Por se tratar basicamente de uma penalização, uma taxa primeiramente aos bancos, a chance de problemas virem a ocorrer não é pequena. Basicamente, os bancos teriam que pagar uma taxa para manter suas reservas nos Bancos Centrais, um meio de tentar reduzir o dinheiro guardado e aumentar assim a quantidade de empréstimos e investimentos; incentivando o consumo e dinamizando a economia do país. No entanto, alguns economistas e até o Banco Mundial já estão apontando pontos negativos desse novo instrumento. Taxas negativas podem reduzir significativamente as margens de lucro dos bancos (levando a queda no preço das ações), encorajar os bancos a tomarem riscos em excesso (podendo levar bolhas financeiras), e repassadas aos depositantes ou credores, esses terão menos dinheiro para gastar no resto da economia.

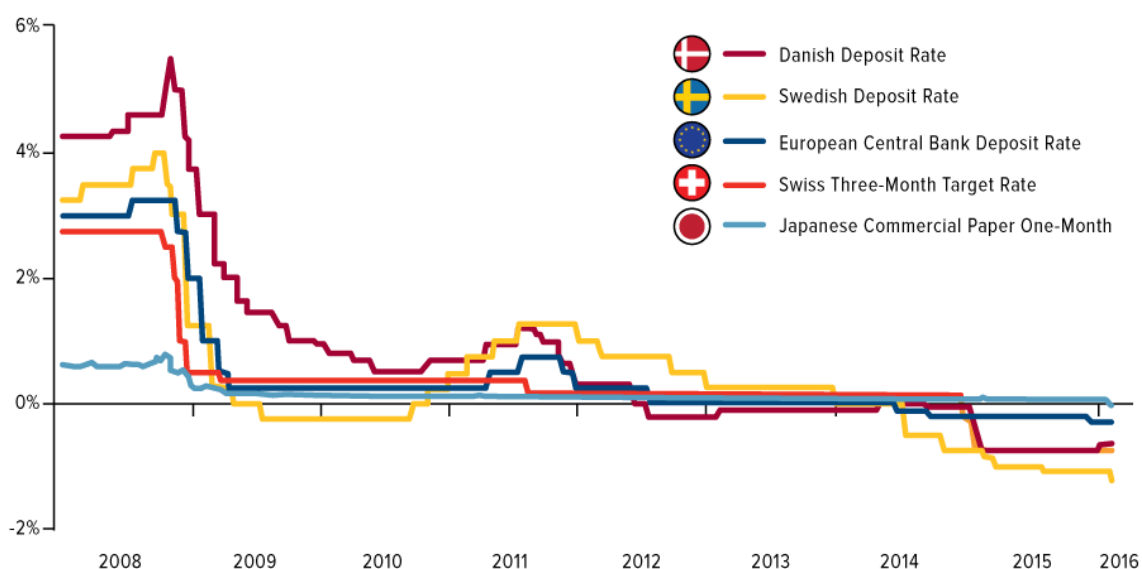
Rognile (2015) estuda que após manter por um longo período de tempo as taxas de juros em zero (ZIRP), diversos Bancos Centrais decidiram tentar taxas no território negativo (NIRP). O que antes pensavam que só poderia ser alcançado por grandes mudanças institucionais e financeiras, na verdade foi imposto sem mudança alguma, mostrando que a demanda por moeda é finita até mesmo com as taxas de juros em território negativo. O autor analisa qual seria a política monetária ótima nesse ambiente inovador, tentando basicamente analisar o trade-off entre taxas de juros negativas impulsionando a economia e estabilizando a demanda agregada, e o custo que ela significa para o sistema financeiro por ser como um subsídio para o dinheiro vivo. A

³ Contratos de Reporte (Repurchase Agreement), pode ser definido como um acordo em duas partes onde as duas concordam em vender e posteriormente comprar um ativo à outra. É considerada uma operação de crédito em que a garantia da mesma é o próprio ativo transacionado, ou seja, em um contrato desta natureza o comprador concede crédito ao vendedor por certo tempo, e este crédito é remunerado a uma taxa que é a Repo.

primeira evidência é que quando a economia está realmente em crise haverá sempre um ponto onde as taxas negativas poderão ser ótimas. O efeito positivo superará o negativo, devendo ser mais fácil a implementação quando a demanda por moeda é relativamente inelástica; políticas e medidas que diminuíssem a demanda por dinheiro vivo seriam importantes complementos a NIRP.

A figura a seguir destaca as taxas desde 2008 a 2016 para Dinamarca, Suécia, Suíça, Japão e o Banco Central Europeu.

Figura 3 – NIRP – Taxas de juros negativas



Fonte: TENEBRARUM, 2016.

Em se tratando dos pontos negativos da aplicação de taxas de juros dessa natureza, McAndrews (2015) destaca que abaixo da taxa zero, a sociedade e o sistema financeiro sofrerão complicações e custos que possivelmente ultrapassarão os possíveis benefícios que essa política poderia vir a ter. Primeiramente não se sabe até que ponto as taxas podem ir abaixo de zero. O segundo ponto para o autor é justamente esse de que se implementadas, as taxas levariam a complicações operacionais, legais e econômicas ao sistema financeiro. O que provavelmente limitaria os ganhos gerados para a economia, no que tange a benefícios para as famílias e investimentos. Fora isso, o custo para diversas instituições financeiras é evidente, a margem de lucro de bancos, por

exemplo, possivelmente sofrerá impacto negativo, podendo induzir esses a preferirem adotar políticas ainda de menores de estímulos.

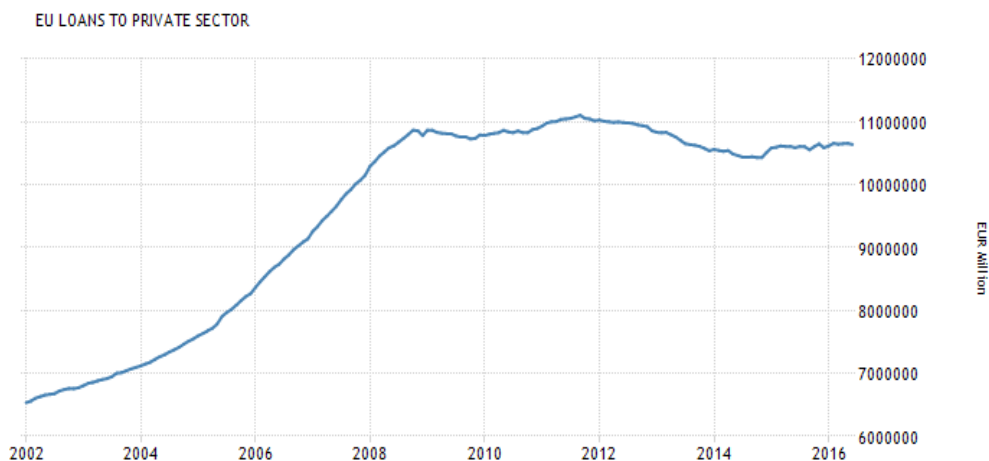
Adicionando à análise, o autor afirma que no que se refere às possíveis complicações com a nova política monetária, um novo estudo e reestruturação do mercado de títulos da dívida e até de diversas instituições financeiras como um todo poderia ser necessário. Custos e esforços não seriam baixos na realização de toda essa análise e inovações. Pesquisa de custo benefício para saber se os efeitos positivos superarão os negativos serão levadas em conta, e ainda pode haver divergência na comparação dessas pesquisas de um país para o outro. Características do ambiente econômico e a possível duração das taxas de juros negativas possivelmente vão divergir. Uma crítica básica às NIRP é que se você forçar taxas negativas nos depósitos de consumidores, eles não estariam somente perdendo dinheiro em termos reais (inflação), mas estariam efetivamente vendo o valor numérico de dinheiro que possuem diminuir. Ao invés de pegar esse dinheiro e procurar investimentos alternativos eles iriam na verdade sacar e guardar o dinheiro em casa, por exemplo, prejudicando ainda mais a economia. Esse foi o ponto crucial que fizeram os formuladores de política hesitar tanto em tornar as taxas negativas. Kimball (2015) ainda argumenta que o problema não é impor essas taxas no dinheiro eletrônico, a dificuldade é na verdade saber como o processo funcionaria melhor.

Como são os Bancos Centrais que determinam quanto vale cada unidade de dinheiro vivo, se estes puserem essas taxas negativas no ato onde os bancos trocam o que possuem de dinheiro vivo, receberão de volta uma quantidade menor de dinheiro eletrônico. Toda essa situação reduziria o valor do dinheiro vivo com o tempo, e deixaria os bancos menos propensos a querer ter dinheiro guardado, impactando a economia real.

Interessante abordar também que quando o Banco Central impõe uma taxa negativa de juros sobre as reservas bancárias, os custos operacionais dos bancos aumentam, e só para citar como exemplo os bancos europeus de março a agosto de 2016 gastaram 2,64 bilhões de euros somente para a manutenção destes fundos para o BCE, e neste caso há uma grande descapitalização das instituições financeiras, o que afeta diretamente a concessão de empréstimos. Este fato aliado às baixas expectativas

econômicas na Europa e ao endividamento da população há um efeito negativo nos empréstimos, o que descreve claramente a figura a seguir (MISES, 2016).

Figura 4 - Evolução dos empréstimos bancários – Europa



Fonte: MISES, 2016

Ainda como risco negativo na adoção desta política, não se sabe exatamente quais os bancos europeus que se encontram financeiramente saudáveis, o que não determina total confiança no fato de passar a cobrar taxa sobre suas reservas, de modo que caso sejam forçados a fazer empréstimos, poderá reduzir a rentabilidade destes e deixar todo o sistema bancário europeu fragilizado (SERIGATI; POSSAMAI, 2016).

No que se refere a pontos positivos para a implementação das taxas de juros negativas, é relevante citar Murillo et al (2015), que observam que após períodos de crise, pequena recuperação, e estagnação, a zona do Euro passou a adotar políticas como as taxas de juros negativas em um cenário que apresentava baixo crescimento, baixa pressão inflacionária, alto índice de desemprego e o crédito sendo reduzido constantemente, no que acredita-se que foram medidas que impulsionaram uma economia que se via tecnicamente sem saída, e à princípio serviu como estímulo para os bancos emprestarem dinheiro, bem como para injetar mais recursos na economia, pois o cenário local antes destas medidas se mostrava em direção de levar os países do bloco para uma situação econômica mais grave do que já se encontravam.

Tal como já citado, os Bancos Centrais, independente de efeitos positivos e negativos possuem suas metas, e assim sendo, para que os objetivos destas instituições sejam atingidos, Nunes (2016) acredita que existem três ferramentas que pode contribuir para tal, a citar inicialmente o fato de se impor taxas de juros negativas sobre reservas bancárias, que pode fazer com que as instituições financeiras realizem saques destas reservas e as utilizem para expandir operações de crédito, de modo que poderia estimular a demanda agregada e gerar aumento da inflação; em segundo lugar considera a transferência dos recursos investidos em renda fixa para ativos reais que podem ocasionar um aumento do consumo, bem como dos investimentos e preços; por fim, trata da diminuição da atratividade de títulos em moeda local em função dos estrangeiros, desvalorizando assim a moeda local e trazendo aumento na demanda externa na economia.

Olhando mais a fundo para os países da Zona do Euro, os bancos comerciais, e outras instituições financeiras já estão criticando severamente as taxas negativas impostas pelo BCE (Banco Central Europeu). Já há casos de bancos reportando significativas perdas, principalmente na Espanha e na Itália, e mais recentemente até bancos alemães começaram a demonstrar desgosto pela nova política monetária. Commerbank, um dos maiores bancos e credor alemão, já mencionou publicamente a possibilidade de acumular bilhões em cofres para não perder dinheiro caso depositasse no BC. Munich Re, a segunda maior resseguradora do mundo, que já começou efetivamente a comprar ouro e acumular dinheiro vivo para se proteger das taxas negativas.

De acordo com especialistas, as taxas negativas, tal como ocorreu no Japão onde não foi possível alavancar o crescimento ou aumentar a inflação, traz efeitos desesperadores, pois, acreditam que é necessário elevar o gasto governamental ao invés de aplicar novas políticas monetárias. Muitos analistas que atuam em contrário com as taxas negativas observam que este aspecto, aumentando as bolhas nos mercados financeiros afetam a economia e assim, reduzem a rentabilidade dos bancos (GLOBO, 2016).

Humphrey (2015) mostrou o canal e o impacto que as taxas de juros negativas teriam no comportamento dos bancos e na demanda por dinheiro vivo, reforçando como se dá a dinâmica da balança dos bancos. Normalmente os bancos guardam depósitos nos

Bancos Centrais, seja por causa do compulsório necessário ou mesmo como uma forma de se proteger quando há instabilidade financeira. Passando essas taxas para o território negativo, o Banco Central tenta induzir, incentivar os bancos a emprestarem dinheiro ou mover ativos em direção à economia, como por exemplo, investimentos. Fazendo isso, os bancos ajudariam a economia a se recuperar e conseqüentemente melhoraria a situação econômica das famílias. Um ponto adicional dessa política é que com as taxas negativas para depositar dinheiro no Banco Central, os bancos tendem a ficar atraídos em mover dinheiro e ativos para países onde os retornos são maiores. Isso depreciaria o câmbio do país e poderia estimular a economia via exportação.

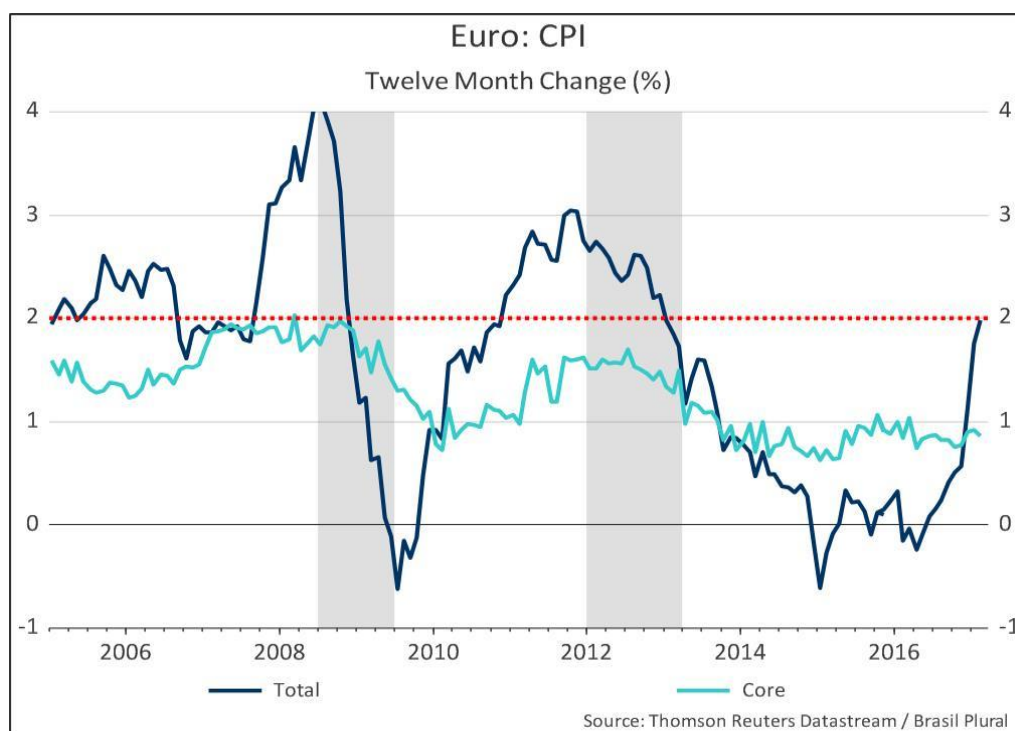
Para Oliveira, Wolf e Paludetto (2016, p.131), sabendo-se que as nações europeias da Zona do Euro que se encontram em fraca recuperação estão ligadas à políticas econômicas adotadas, tal como as taxas de juros negativas e o quantitative easing, citados aqui neste estudo, e ainda o Mecanismo Europeu de Estabilidade e outras iniciativas; estas devem ser aliadas à políticas fiscais de expansão entre os países do bloco, o que de certa forma exige a formação de uma real federação na Europa, e assim, para os autores, em função da impossibilidade disto em um prazo razoável, “as medidas adotadas, mediante uso quase exclusivo da política monetária e de outras ações do BCE, embora contribuam para a recuperação, não têm sido suficientes para evitar a semi-estagnação de diversas economias da região”.

6 ANÁLISE EMPÍRICA

Deixa-se de lado agora toda a análise teórica a respeito da recente política monetária pelo Banco Central Europeu compilada acima, para se analisar empiricamente os efeitos práticos que ocorreram nos indicadores econômicos e financeiros na economia da Zona do Euro. A análise se baseará principalmente nos gráficos dos principais indicadores econômicos e financeiros atualizados até o início de 2017.

O principal objetivo de qualquer Banco Central é manter o nível de inflação estável, em linha com o objetivo previamente estabelecido, e suportar quando possível, outros benefícios para a economia de interesse. Isso inclui o pleno emprego e crescimento econômico.

Figura 5 – Euro CPI – Inflação Zona do Euro



Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Ao olhar a recente trajetória inflacionária da Zona do Euro, fica evidente o momento em que o nível de preços cruzou para o lado negativo no início de 2015. Foi ali que o Banco Central Europeu decidiu por estimular ainda mais a economia introduzindo o programa de compra de ativos e reduzindo as taxas de juros a patamares nunca antes vistos. Se mantendo nesses patamares baixos por um bom tempo, é possível ver que na ponta, principalmente ao final de 2016, a inflação começou a dar sinais de retomada e de convergência a meta do Banco Central de 2%. Vale a pena destacar que o núcleo da inflação (core), métrica que o Banco Central Europeu também costuma relevar, ainda se encontra em patamares não compatíveis com o objetivo de política monetária, necessitando de um maior tempo em um ambiente acomodativo para chegar e se estabelecer em patamares ao redor de 2%. Isso vai bem em linha com as projeções do próprio Banco Central Europeu divulgadas em seu ultimo relatório trimestral de inflação, em março de 2017.

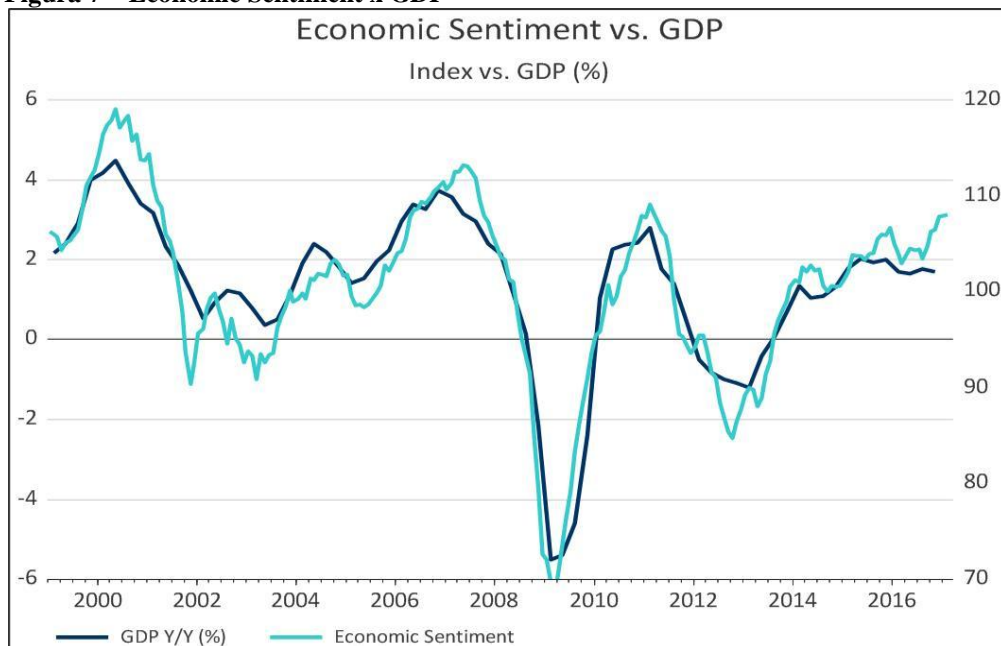
Figura 6 – Projeções Banco Central Europeu

ECB: Annual Projection (%)												
	GDP				HICP				Core HICP			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Mar-15	1.9	2.1			1.5	1.8			1.3	1.7		
Jun-15	1.9	2			1.5	1.8			1.4	1.7		
Sep-15	1.7	1.8			1.1	1.7			1.4	1.6		
Dec-15	1.7	1.9			1	1.6	1.6		1.3	1.6		
Mar-16	1.4	1.7	1.8		0.1	1.3	1.6		1.1	1.3	1.6	
Jun-16	1.6	1.7	1.7		0.2	1.3	1.6		1	1.2	1.5	
Sep-17	1.7	1.6	1.6		0.2	1.2	1.6		0.9	1.3	1.5	
Dec-17	1.7	1.7	1.6	1.6	0.2	1.3	1.5	1.7	0.9	1.1	1.4	1.7
Mar-18	1.7	1.8	1.7	1.6	0.2	1.7	1.6	1.7	0.9	1.1	1.5	1.8

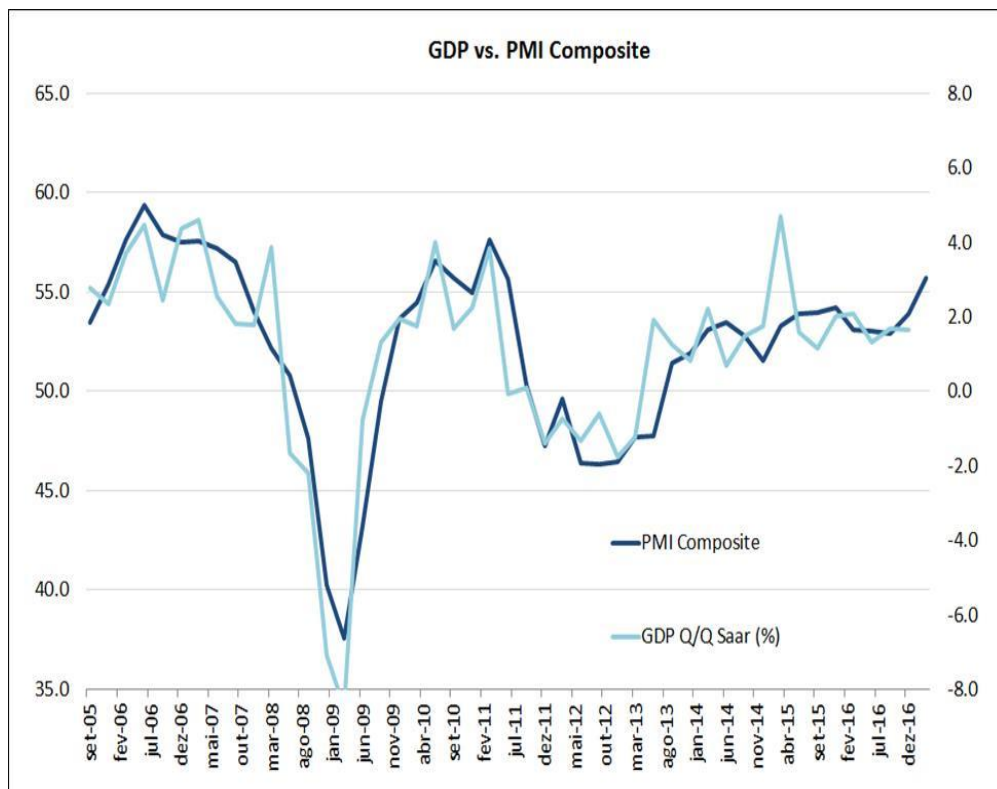
Fonte: Banco Central Europeu (ECB) adaptado pelo autor, 2017.

Em relação à atividade, depois de ter passado por momentos mais severos tanto na crise de 2008 como por volta de 2013, parece que a economia da Zona do Euro vem crescendo de maneira relativamente estável e baixa desde o início de 2015. Relativamente também em linha com as projeções apresentadas acima.

Na ponta, como as figuras abaixo indicam, alguns indicadores qualitativos (ex: *Economic Sentiment* e *PMI composite*) se apresentam de forma bem positiva, sugerindo uma possível melhora na atividade nos períodos seguintes. De qualquer forma, independente de certa euforia e confiança nesses números qualitativos, é preciso ter paciência para ver se isso realmente será refletido nos dados reais.

Figura 7 – Economic Sentiment x GDP

Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Figura 8 – GDP x PMI Composite

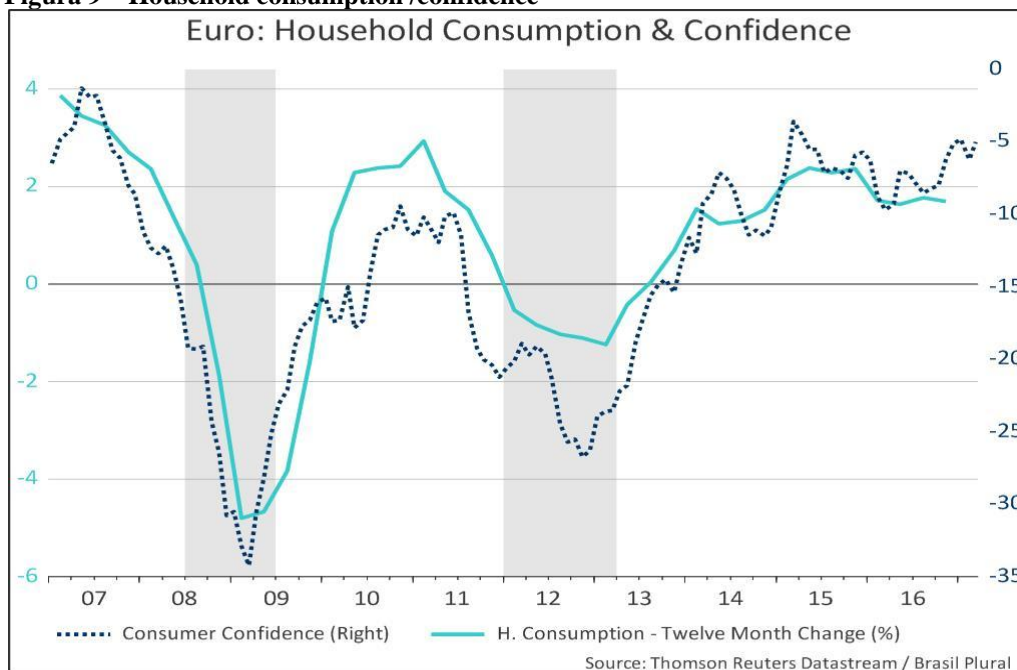
Fonte: Markit economics, 2017.

Seguindo na tentativa de se analisar empiricamente os efeitos do QE e da introdução das taxas de juros negativas na Zona do Euro, um indicador importante de

atividade a se olhar é o consumo das famílias ou mesmo as vendas no varejo como um todo.

As taxas de juros negativas poderiam sugerir que os consumidores europeus prezariam um maior consumo no presente ao invés de consumir no futuro. Nessa mesma linha, o QE tentando aumentar a quantidade de moeda em circulação também pode ter afetado positivamente a demanda interna na Europa. O gráfico abaixo representa o crescimento do consumo das famílias ano contra ano, junto com o indicador de confiança do consumidor. Com exceção dos períodos de crise, o consumo das famílias se mostrou até que resiliente crescendo a níveis satisfatórios.

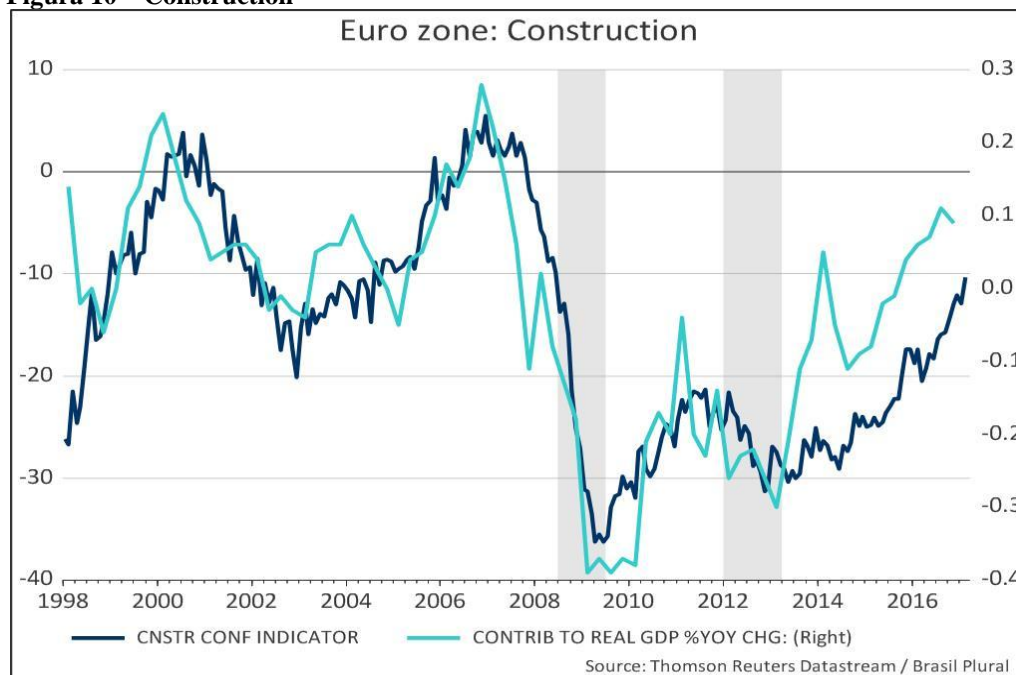
Figura 9 – Household consumption /confidence



Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Olha-se agora para a atividade relacionada à construção. Esse foi um dos setores mais atingidos no pós-crise e um dos de mais difícil recuperação. Como causas é possível citar uma confiança mais baixa que afeta a vontade de se iniciar novos projetos e um crédito mais escasso e caro. Parece que depois de alguns anos de péssimo desempenho, o setor de construção parece finalmente mostrar uma recuperação.

Figura 10 – Construction

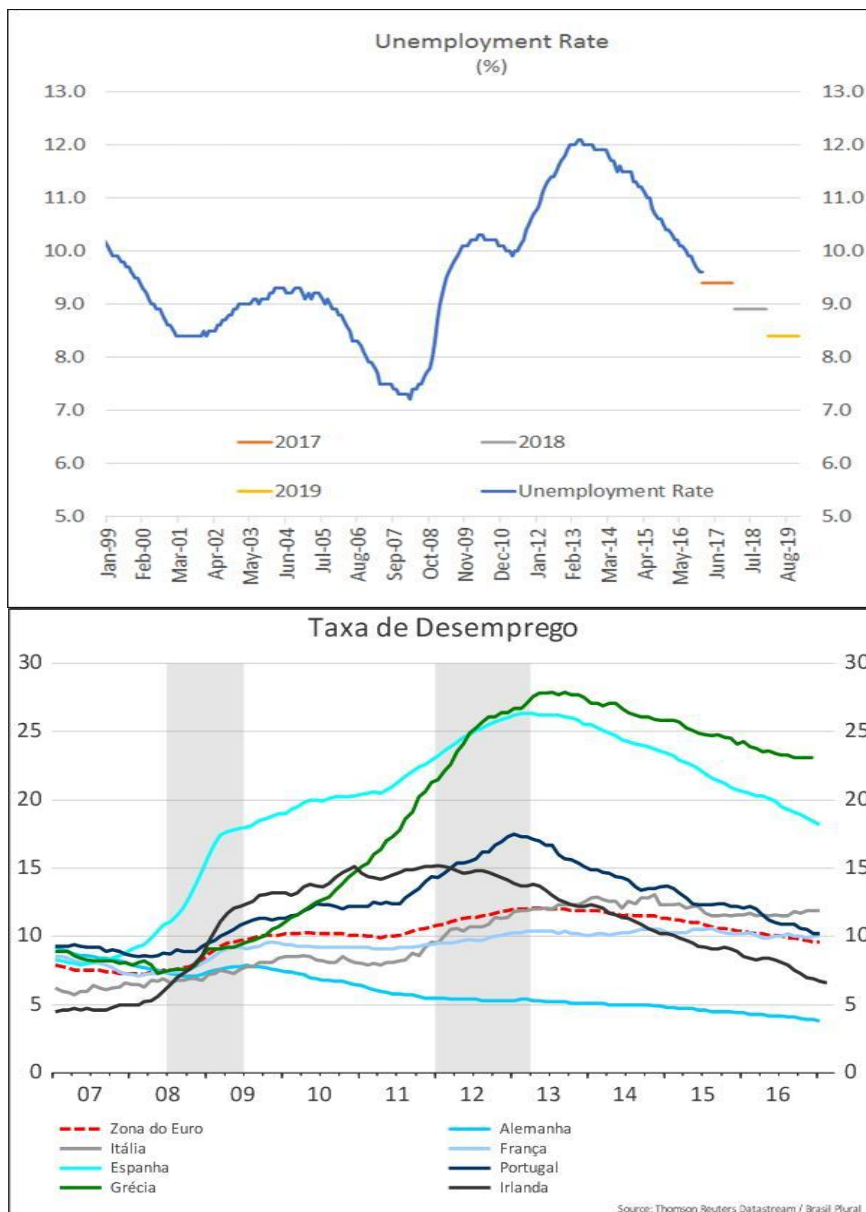


Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Indicador crucial para se analisar o cenário econômico de uma região, a taxa de desemprego europeia sofreu bastante tanto na crise mundial de 2008 como na crise europeia de 2012. De 2008 para 2014, a taxa quase que dobrou de patamar chegando a níveis próximos de 12%. Contudo, desde meados de 2014, passado o auge do estresse, ela vem apresentando uma trajetória positiva desde então. É preciso ponderar que pela Zona do Euro apresentar países muito diferentes uns dos outros, e com peculiaridades internas, alguns países sofreram bem mais do que outros em relação ao mercado de trabalho. Destaque positivo para a Alemanha, e destaque negativo para Grécia e Espanha.

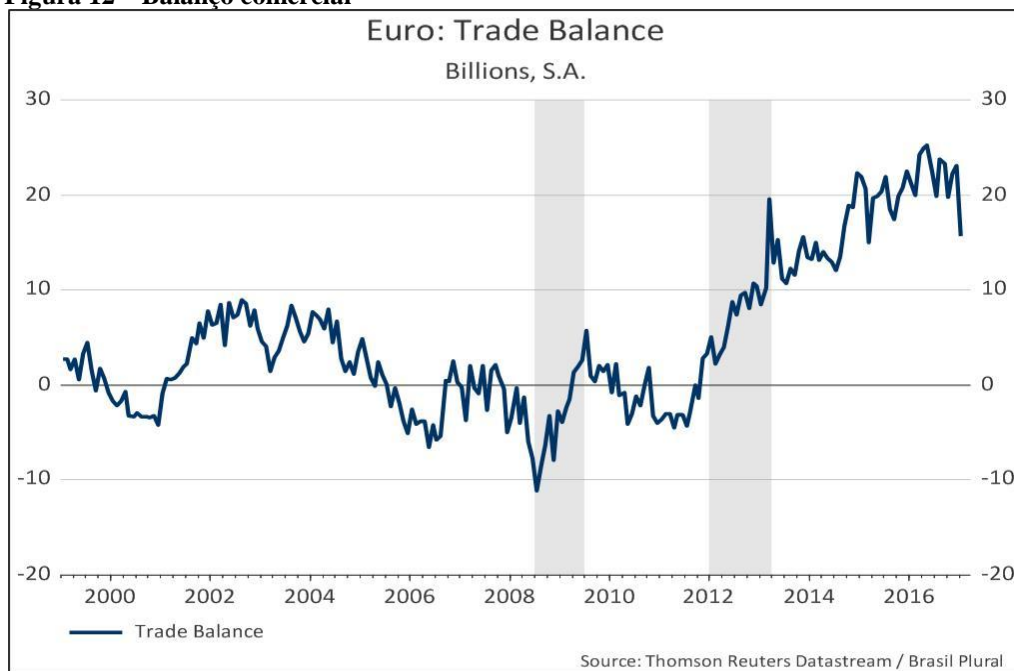
No primeiro gráfico abaixo, ainda temos as projeções para a taxa de desemprego para esse e os próximos dois anos. Retiradas do ultimo Relatório Trimestral de Inflação do Banco Central Europeu, elas seguem bem otimistas quanto ao rumo do mercado de trabalho.

Figura 11 – Taxa de desemprego

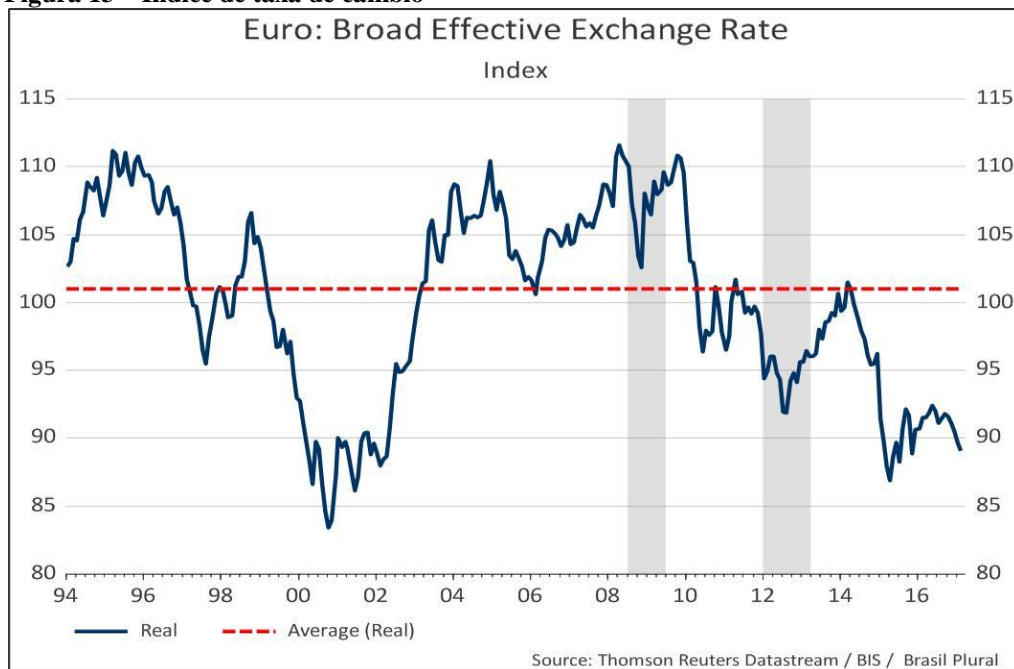


Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017; ECB, 2017.

Como já supracitado, essa sequência de políticas monetárias estimulantes do BCE também afetou a economia via câmbio. À medida que se reduz a taxa de juros de um país, investidores tendem a migrar seu dinheiro para economias onde seus investimentos poderão render mais, o que reduz o valor relativo da moeda. Nos últimos anos isso tem sido crucial para a Zona do Euro, seja deixando o euro mais competitivo frente às outras divisas no comércio mundial, como influenciando positivamente a inflação.

Figura 12 – Balanço comercial

Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Figura 13 – Índice de taxa de câmbio

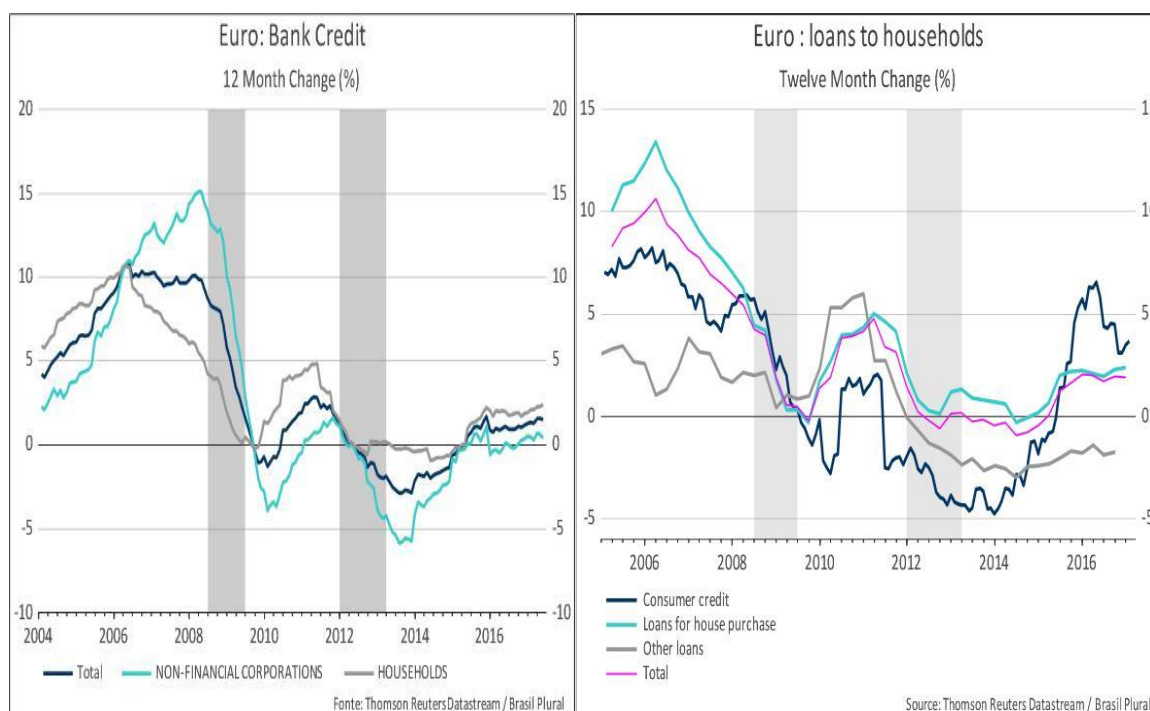
Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Seguindo a análise, e como também já citado acima como visão de alguns autores a respeito das taxas de juros negativas, espera-se que com juros mais baixos, o crédito seja positivamente influenciado à medida que os bancos evitariam sofrer

penalizações por meio de rendimentos negativos com o dinheiro guardado via depósitos no Banco Central. Por vezes afetado por falta de confiança, seja de quem precisa do ativo ou mesmo aversão ao risco das entidades financeiras, o crédito pode muitas vezes apresentar uma lenta recuperação.

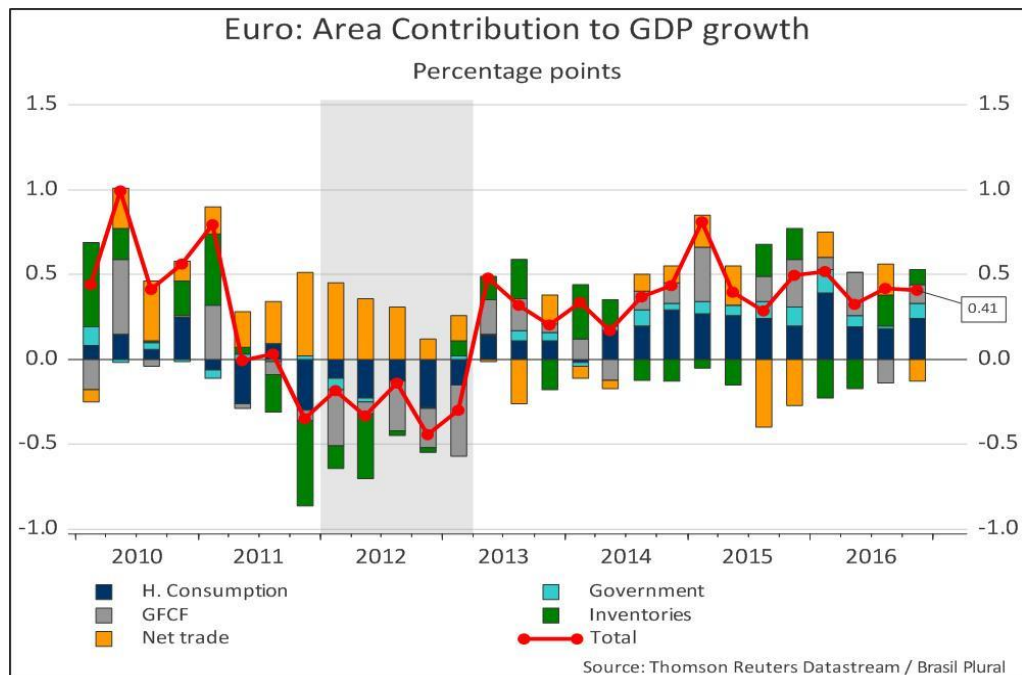
O crédito é fonte crucial de crescimento e motor para dinamizar uma economia em trajetória negativa. Nos gráficos abaixo, analisa-se que apesar da recuperação ter sido gradual, os recentes números já se apresentam de forma bem mais positiva. Destaque para o crédito ao consumidor que foi crucial para que a economia não se contraísse mais do que o de fato ocorreu. Pelo gráfico de composição do PIB trimestral vemos a importância do consumo na Zona do Euro nos últimos anos (Figuras 14 e 15).

Figura 14 – Crédito bancário e Empréstimos às famílias



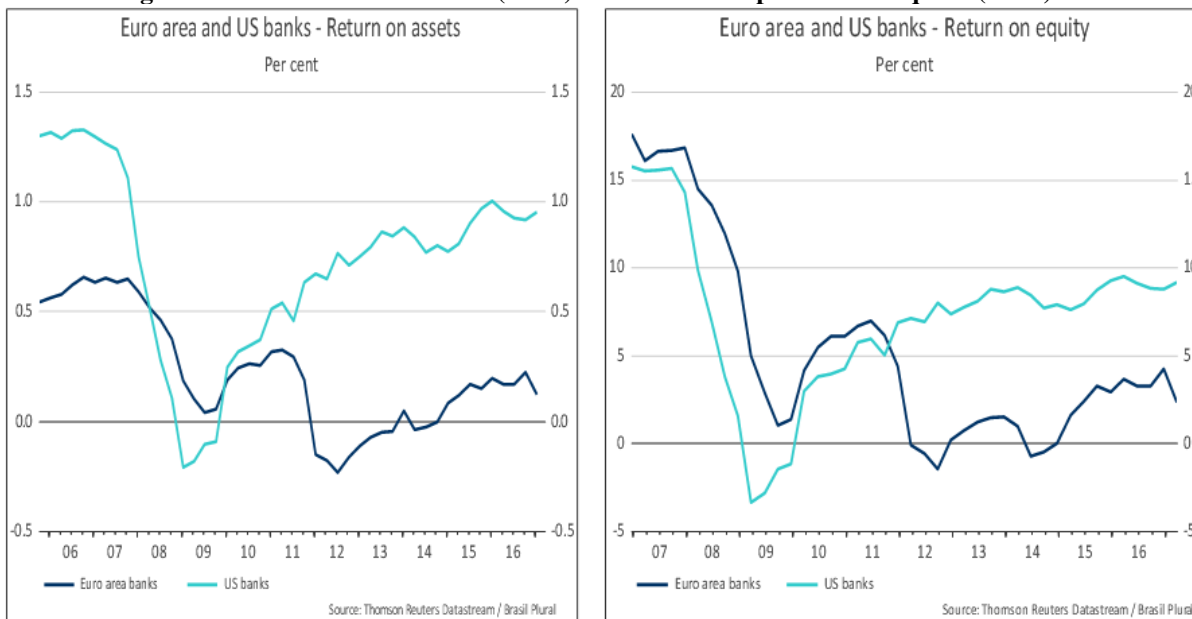
Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Figura 15 – Contribution to GDP



Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Passa-se agora para uma análise mais focada na situação financeira da Zona do Euro e nos bancos. Ao se olhar um banco, a maior parte de seu lucro vem das taxas que este cobra por seus serviços e os juros que ganha em seus ativos. Sua maior despesa tende a ser os juros pagos em seu passivo. Olhando para seu ativo, a maior parte vem dos seus empréstimos a pessoas e empresas e também os investimentos que possui. No lado do passivo, o grosso são seus depósitos e o dinheiro que pega emprestado. Dito tudo isto, algumas das tradicionais medidas de rentabilidade de um negócio podem ser voltadas para seu retorno sobre os ativos (ROA) e seu retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O primeiro ajudaria a medir como um banco está usando seus ativos totais para gerar ainda mais renda; já o segundo pode ser um bom guia para se analisar como seus investimentos estão gerando mais renda. Abaixo os gráficos dessas duas métricas dos bancos europeus em comparação com os bancos americanos (Figura 16).

Figura 16 – Retorno sobre ativos (ROA)/ Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)

Fonte: Thomson Reuters Datastream, 2017.

Os gráficos da figura acima deixam claro que com a crise da Zona do Euro a partir de 2012 os bancos europeus sofrerão bastante, perdendo grande parte de sua rentabilidade ao comparar com os bancos americanos que no passado caminhavam em uma trajetória similar. E desde então, ainda não conseguiram voltar a patamares pré-crise.

Observando o índice de bancos europeus (SX7E) no mercado financeiro que tende a mostrar a situação dos bancos europeus como um todo e o preço das ações de cada um, onde também se nota um forte descolamento frente ao principal índice de bolsa europeu, o EURO STOXX 50 (SX5E), que tenta acoplar as empresas líderes dos super setores da Zona do Euro. O fim da correlação que era muito forte até 2012, mostra a grande preocupação dos investidores com o setor bancário europeu. Pode-se considerar o medo de que os empréstimos dos bancos não fossem pagos como uma das principais causas dessa preocupação.

Figura 17 - EURO STOXX 50 x Índices de bancos



Fonte: Bloomberg, 2017.

Interessante agora seria tentar ver o quanto da situação atual do setor financeiro europeu poderia ter vindo dessa agressiva política monetária do BCE.

As margens em cima dos depósitos dos bancos ficam prejudicadas à medida que as taxas de juros na economia caem, no entanto, é difícil prever o quanto da redução no lucro dos bancos vem estritamente via esse canal. Tem que se considerar que na maioria dos casos, a taxa de juros de um país está extremamente baixa devido a uma economia extremamente fraca. Nesse cenário, tanto o lucro do banco como a demanda por crédito podem ser diretamente afetadas também prejudicando o setor bancário como um todo.

Dito isto, pondera-se também, se o próprio programa de QE feito pelo Banco Central Europeu pode ter algum impacto no sistema financeiro europeu e mais precisamente no lucro dos bancos. O QE em si tende a diminuir as taxas dos títulos, aumentando seus preços, isso tenderia a ser positivo para os bancos já que títulos compõem grande parte do balanço e investimento dos mesmos. No entanto, o QE diminui significativamente as taxas de maior prazo, reduzindo os prêmios pela maturidade, e prejudicando diretamente os bancos na hora de lucrar em cima de novos empréstimos. Por fim, o QE visa melhorar o cenário econômico como um todo, podendo impactar positivamente os bancos.

7 CONCLUSÃO

Com base no que foi analisado no estudo, percebe-se que não há um consenso entre os autores que escreveram sobre o tema a respeito dos efeitos que as taxas de juros negativas têm sobre a estabilidade financeira e econômica de uma região. Mais especificamente, no objeto de estudo, a Zona do Euro, ainda há de se ponderar que o Banco Central Europeu (BCE) também agiu de forma agressiva com o programa de compra de ativos, o Quantitative Easing, dificultando ainda mais analisar os efeitos isoladamente de cada política monetária.

No que tange a efeitos práticos na economia real em si, atualmente observa-se uma melhora relativa na economia da Zona do Euro frente aos níveis de crise e também no momento em que o BCE decide por todos os estímulos monetários. Como um dos objetivos a se alcançar com a introdução do QE e das taxas de juros negativas, eram melhorias nos principais indicadores econômicos da região, entre eles, inflação, desemprego e confiança, pode se dizer que o BCE caminha em direção a esse objetivo.

Visto como uma das principais problemáticas de todos esses estímulos monetários, as distorções que causam no sistema financeiro e mais especificamente no lucro dos bancos não parece tão evidente. Na margem, o lucro dos bancos não foi negativamente influenciado frente aos níveis anteriores a introdução das taxas de juros negativas. Junto a isso, fica difícil isolar os canais de causa que tanto o QE, como uma economia mais fraca como um todo, podem ter no sistema financeiro. Mais uma coisa é certa, via análise em indicadores do mercado financeiro, a preocupação de investidores com o sistema financeiro europeu é evidente. O quanto, os detalhes, e se pode piorar, é que ainda não fica de fácil entendimento.

Dito tudo isso, e assumindo que o Banco Central Europeu agiu de forma tão agressiva por necessidade de mudança e melhorias econômicas, pode-se dizer que a princípio o resultado acerca das políticas monetárias adotadas parece ser positivo. Na comparação com níveis pré-estímulos, melhorias são vistas, e não aparenta ter havido alguma situação de instabilidade financeira estritamente ligada às políticas na região da Zona do Euro. A discussão agora toma outro rumo, como será a retirada desses mesmos estímulos, e se com isso então, se verá alguma problemática mais incisiva.

Aparentemente, o Banco Central Europeu terá paciência, esperando a economia europeia dar sinais de resiliência para então começar o aperto monetário. O trabalho foi longo e duro para haver de novo, uma reversão na trajetória positiva.

REFERÊNCIAS

- AGÊNCIA ESTADO. **Bernanke deixa mercado de treasuries sem direção.** 2012. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/06/bernanke-deixa-mercado-de-treasuries-sem-direcao.html>. Acesso em: 09 jun. 2017.
- BLIKSTAD, N.M.D. **O projeto de integração europeu e a crise da zona do euro (2007-2013).** 2015. [Dissertação] Mestrado em Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2015.
- BLOOMBERG. Disponível em: <http://www.bloomberg.com>. Acesso em: 20 jun. 2017.
- BRASIL. Causas da crise na Europa. **Em discussão - Revista de audiências públicas do Senado Federal**, Brasília, a.4, n.16, jul. 2013.
- CAPILLA, D.M. **Política monetária: La política de tasas de interes negativas.** 2016. [Trabalho de conclusão de curso] Grado em Finanzas y Contabilidad, Universidad de Sevilla, Sevilla - Espanha, 2016.
- DE GRAUWE, P. **The Economics of Monetary Integration**, 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 1997.
- EBC. **European Central Bank.** Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu>. Acesso em: 10 mai. 2017.
- EICHENGREEN, B. **The european economy since 1945: Coordinated capitalism and beyond.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.
- EUR-LEX. **Rumo à moeda única: síntese histórica da UEM.** 2011. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=URISERV%3A125007>. Acesso em: 26 abr. 2017.
- EUROPARL. **How do low and negative interest rates affect bank's activity and profitability in the Euro-area?** 2016. Disponível em: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/587329/IPOL_IDA\(2016\)587329_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/587329/IPOL_IDA(2016)587329_EN.pdf). Acesso em: 20 jun. 2017.
- FARACO, B.M. **Problemas de convergência econômica na zona do Euro e crise da Grécia.** 2013. [Monografia] Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.
- FAHRI, M. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro/Banco Central. **Revista de Economia Política**, v.34, n.3, São Paulo, jul/set. 2014.
- FOLHA UOL. **Zona do Euro registra primeira deflação em cinco anos.** 2015. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/01/1572013-zona-do-euro-tem-1-deflacao-em-5-anos.shtml>. Acesso em: 27 abr. 2017.

FRATZSCHER, M.; LO DUCA, M.; STRAUB, R. On the international spillovers or us quantitative easing. **Working Paper Series**, European Central Bank, n. 1557, jun. 2013.

GLOBO. **FMI apoia taxa de juros negativa adotada por alguns BCs**. 2016. <https://oglobo.globo.com/economia/fmi-apoia-taxa-de-juros-negativa-adotada-por-alguns-bcs-19055919>. Acesso em: 18 jun. 2017.

HUMPHREY, D. B. **Negative Interest Rates and the Demand for Cash**, Working Paper, 2015.

JANSSEN, R. **A Quantitative Easing de Draghi: Uma saída da crise ou o último prego no caixão da Europa? Como melhorar o programa do BCE?** 2015. Trad. Machado, J.P. Disponível em: <https://aviagemdosargonautas.net/2015/02/13/a-quantitative-easing-de-draghi-uma-saida-da-crise-ou-o-ultimo-prego-no-caixao-da-europa-11-como-melhorar-o-programa-qe-do-bce-por-ronald-janssen/>. Acesso em: 13 jun, 2017.

KIMBALL, M. **Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy**. 2015. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/002795011523400102>. Acesso em: 27 abr. 2017.

LIMA, B.P. **NY e preços dos Treasuries ganham força após ata do Fed**. 2011. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/blogs/economia-tempo-real/ny-e-precos-dos-treasuries-ganham-forca-apos-ata-do-fed/>. Acesso em: 09 jun. 2017.

MARKIT ECONOMICS. Disponível em: <http://www.markiteconomics.com>. Acesso em: 20 jun. 2017.

MARTINS, A.R.A. A moeda como um instrumento da supremacia americana: O caso do Quantitative Easing. **Monções: Revista de Relações Internacionais da UFGD**, Dourados, v.5, n.9, jan./jun., 2016.

MCANDREWS, J. **Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?** May 2015. Disponível em: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2015/mca150508.html>. Acesso em: 27 abr. 2017.

MISES BRASIL. **Bizarrice europeia: taxas de juros negativas restringem empréstimos e afetam bancos e empresas**. 2016. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2497>. Acesso em: 13 jun. 2017.

MURILLO, H.A.; VILELA, A.; RIBEIRO, E.A.; RIBEIRO, L.M.; GOBI, R.; PERETTI Fº, V. Análise anual 2014. **Boletim de Conjuntura Econômica**, Maringá, n.60, ago. 2015, p.19-32.

NARDI, G. T. **Perspectivas para o crescimento econômico dos países desenvolvidos**. [Monografia] Bacharelado em Economia, Insper, São Paulo, 2015.

NUNES, C. Taxas de juros negativas e os limites da política monetária. **Agroanalysis**, v.36, n.3, mar. 2016, p.12-13.

OLIVEIRA, G.; WOLF, P.J.; PALLUDETTO, A.W. Os limites da recuperação econômica da zona do euro (2008-2016). **Brazilian Keynesian Review**, v.2, n.1, 1º sem. 2016, p.125-131.

OSÓRIO, L.F.B. A construção da União Europeia: condicionantes e guinadas de um projeto político-econômico. **Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada**, v. 8, n. 15, Jul-Dez 2013.

PRIAL, D. **Bernanke offers possible timetable for tapering**. 2013. Disponível em: <http://www.foxbusiness.com/politics/2013/06/19/fed-decision-on-tap.html>. Acesso em: 09 jun. 2017.

RIBEIRO, L.R. **A grande crise acabou e a Europa volta a divergir**. 2015. Disponível em: <http://www.dn.pt/dinheiro/interior/a-grande-crise-acabou-e-a-europa-volta-a-divergir-4956299.html>. Acesso em: 27 abr. 2017.

ROGNILE, M. **What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates**. 2015. Disponível em: http://mattrognlie.com/negative_rates.pdf. Acesso em: 27 abr. 2017.

ROMERO, J.D. Inaplicación del tipo de interés negativo. La cláusula cero en préstamos hipotecarios. **InDret – Revista para el analisis del derecho**, Barcelona, jan. 2016.

ROSSI, C. **Mantega propõe substituir dólar por "moeda" do FMI**. Folha Online, São Paulo, 10 nov. 2010. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/828359-mantega-propoesubstituir-dolar-por-moeda-do-fmi.shtml>. Acesso em: 13 jun, 2017.

SALATIEL, J.R. **Crise do Euro: União monetária faz dez anos na Europa**. 2012. Disponível em: <http://estudodegeografia.blogspot.com.br/2012/07/a-crise-do-euro.html>. Acesso em: 28 abr. 2017.

SERIGATI, F.; POSSAMAI, R. Taxa de juros nominais negativas: Como? Por que? **Agroanalysis**, v.36, n.3, 2016, p.19-20.

SOUSA, W. **O processo político de criação da moeda comum europeia**. [Texto para discussão] Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília: Rio de Janeiro : Ipea, 2016.

TAVARES, M.; FIORI, J.L. **Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997.

TENEBRARUM, P. **Negative Interest Rates And The Path to the Final Crisis**. 2016. Disponível em: <http://davidstockmanscontracornet.com/negative-interest-rates-and-the-path-to-the-final-crisis/>. Acesso em: 02 mai. 2017.

THE ECONOMIST. **QE in the Euro zone**. 20 jan. 2015. Disponível em: <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/01/graphics>. Acesso em: 19 jun. 2017.

THOMSON REUTERS DATASTREAM. [Internet – Base de Dados] New York: 2017.

WARNER, J. **Negative interest rates put world on course for biggest mass default in history.** 2015. Disponível em: <http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/jeremy-warner/11569329/Jeremy-Warner-Negative-interest-rates-put-world-on-course-for-biggest-mass-default-in-history.html>. Acesso em: 28 abr. 2017.