

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**MARCOS ANTÔNIO ZAFFARI JÚNIOR**

**OS DESDOBRAMENTOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL NA ZONA DO  
EURO ANTES E APÓS A CRISE DO *SUBPRIME*.**

**Porto Alegre**

**2017**

**MARCOS ANTÔNIO ZAFFARI JÚNIOR**

**OS DESDOBRAMENTOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL NA ZONA DO  
EURO ANTES E APÓS A CRISE DO *SUBPRIME*.**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Relações Internacionais, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

**Porto Alegre**

**2017**

## CIP - Catalogação na Publicação

Zaffari Jr, Marcos Antônio

Os desdobramentos das políticas monetária e fiscal na Zona do Euro antes e após a crise do subprime. / Marcos Antônio Zaffari Jr. -- 2017.

68 f.

Orientador: Fernando Ferrari-Filho.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Relações Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2017.

1. Macroeconomia. 2. Zona do Euro. 3. Crise Financeira Internacional. 4. Uniões Monetárias. 5. Política Econômica. I. Ferrari-Filho, Fernando, orient. II. Título.

**MARCOS ANTÔNIO ZAFFARI JÚNIOR**

**OS DESDOBRAMENTOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL NA ZONA DO  
EURO ANTES E APÓS A CRISE DO *SUBPRIME*.**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de  
Graduação em Relações Internacionais, da  
Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS,  
como requisito parcial para obtenção do título de  
Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovado em: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2017.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho– Orientador

UFRGS

---

Prof. Dr. André Luiz Reis da Silva

UFRGS

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

*Aos meus pais, Marcos e Maristela, por todo carinho e suporte.*

*Ao meu avô, João, in memoriam, pelo incentivo e amizade.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, por exercer um papel transformador na sociedade brasileira através da excelência no ensino público, gratuito e universal, bem como por ter me proporcionado inúmeras experiências, acadêmicas, profissionais, sociais e pessoais que contribuíram para moldar minha visão de mundo crítica e complexa.

Aos meus pais e avós por todo amor, carinho e dedicação a mim e aos meus estudos. Eles me incentivaram e me proporcionaram as melhores oportunidades e ferramentas disponíveis para que eu pudesse alcançar os meus objetivos da melhor forma possível. Obrigado, também, pela compreensão e pela abertura ao diálogo.

Ao meu orientador, Fernando Ferrari Filho, pelo apoio e orientação prestados não somente ao longo da elaboração deste trabalho, mas também durante o período em que pesquisei como seu bolsista de iniciação científica.

A todos com quem convivi ao longo do curso de Relações Internacionais, como colegas, professores e funcionários administrativos. Todos foram valiosos aliados durante este período, sempre dispostos a colaborar e a mudar para melhor. Sem dúvida, a convivência com todos foi essencial para a vivência que a Universidade me proporcionou e para a formação acadêmica e pessoal, vivenciada ao longo desse período.

Agradeço também aos meus amigos, tanto os mais antigos quanto aos que conheci ao longo da graduação. Eles foram de suma importância para me apoiar proporcionar momentos inesquecíveis ao longo desse percurso.

*“A crise se iniciou nos Estados Unidos, no entanto as rigidezes associadas ao Euro significaram que seria a Zona do Euro que sairia como a maior prejudicada”.*

(Joseph Stiglitz)

## RESUMO

A União Monetária Europeia, também conhecida como Zona do Euro, representa o mais avançado processo de integração econômica em nível supranacional experimentado, até então. Apesar de sua criação ser inspirada na teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), uma de suas premissas básicas, perfeita mobilidade do fator trabalho, não se faz presente. Dessa maneira, instrumentos que visam à convergência das economias dos membros do Bloco são necessários. A habilidade de uniões monetárias, em condições semelhantes às da Zona do Euro, para apresentar respostas a situações de choques assimétricos é um desafio. A crise financeira internacional (CFI) de 2007-2008 é considerada a maior crise observada em escala global pós-Grande depressão e significou um forte choque para a economia da Zona do Euro. A referida Crise marcou a mudança de postura do Bloco em sua política monetária e em suas diretrizes fiscais em busca de uma retomada do crescimento. Nesse contexto, a questão a ser investigada neste trabalho é se a política monetária e as diretrizes fiscais adotadas pelo Bloco, durante os períodos pré e pós-CFI de 2007-2008, atuaram ativamente para a convergência dos indicadores econômicos de seus países membros, a despeito das substanciais alterações dessas medidas como consequência de contextos econômicos distintos. Adota-se como hipótese que política monetária e as diretrizes fiscais adotadas pela Zona do Euro, anteriores e posteriores à CFI, apesar de terem sofrido alterações, não foram bem-sucedidas em promover a convergência dos indicadores econômicos dos países membros. A fim de investigar essa hipótese, além da Introdução, os dois primeiros capítulos deste trabalho tratarão, respectivamente, de uma revisão literária sobre a teoria das Áreas Monetárias Ótimas, a Zona do Euro e a CFI de 2007-2008. O terceiro capítulo buscará analisar as políticas monetária e fiscal adotadas pelo Bloco nos períodos precedente e posterior à crise e os principais indicadores macroeconômicos apresentados pelos países membros. Por fim, são apresentadas as conclusões.

**Palavras-chave:** Zona do Euro; Uniões Monetárias; Crise Financeira Internacional; Política Monetária; Política Fiscal; Indicadores Econômicos.



## **ABSTRACT**

The European Monetary Union, also known as the Eurozone, represents the most advanced supranational economic integration process ever experimented. Even though, the Optimal Currency Area Theory (OCA) has inspired its creation, one of its basic premise, that is, perfect mobility for labor, is not present. Therefore, instruments aiming the convergence of the economies of the members' states are necessary. The ability of monetary unions, such as the Eurozone, to react to asymmetric shocks is still a challenge. The International Financial Crisis (IFC) of 2007-2008 is considered the strongest crisis ever experienced in global scale and has been a hard shock for the Eurozone economy. The crisis has provoked a change in the Eurozone policy, that is, in its monetary policy and fiscal frameworks, to aim at recovering the economic growth. In this context, the question to be investigated by this monograph is if the monetary and fiscal policies implemented by the Eurozone, during the periods pre and post the IFC of 2007-2008, have actively promoted the convergence of the economic indicators of the member countries despite the substantial changes in these measures as a consequence of the distinct economic scenarios. It is adopted as hypothesis that the monetary and fiscal policies implemented in the Eurozone, before and after the IFC, despite its modifications, were not successful in promoting the convergence of the economic indicators of the member countries. In order to investigate the hypothesis, besides the Introduction, the first two chapters will present, respectively, a literary revision about the Optimal Currency Area Theory, the history of the Eurozone and the IFC of 2007-2008. The third chapter will analyze the fiscal and monetary policies implemented in the Eurozone in the periods before and after the IFCs and the main macroeconomic indicators of the member countries. Finally, it presents the conclusions.

**Keywords:** Eurozone; Monetary Unions; International Financial Crisis; Monetary Policy; Fiscal Policy; Economic Indicators.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação anual do PIB (%) para os países membros da ZE (2006-2010).....	38
Tabela 2 - Capitalização das empresas domésticas listadas (% do PIB) (2006-2010) .....	40
Tabela 3 - Taxa de Juros para as Principais Operações de Refinanciamento do BCE (2001-2008) .....	47
Tabela 4 - Gastos Governamentais Gerais/PIB (%) (2001-2008).....	49
Tabela 5 - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (%) (2001-2008).....	50
Tabela 6 - Variação anual no PIB (%) (2001-2008) .....	51
Tabela 7 - Taxa de Desemprego (%) (2001-2008).....	52
Tabela 8 - Resultado Fiscal do Setor Público/PIB (%) (2001-2008).....	53
Tabela 9 - Dívida Pública/PIB (%) (2001-2008) .....	53
Tabela 10 – Conta Corrente (milhões de euros) (2001-2008).....	54
Tabela 11 - Taxa de Juros para as principais operações de refinanciamento do BCE (2009-2016) .....	55
Tabela 12 - Gastos Governamentais Gerais/PIB (%) (2008-2016).....	56
Tabela 13 - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (%) (2009-2016).....	57
Tabela 14 – Variação anual no PIB (%) (2009-2015) .....	58
Tabela 15 - Taxa de Desemprego (%) (2009-2016).....	58
Tabela 16 - Resultado Primário do Setor Público/PIB (%) (2009-2016) .....	59
Tabela 17 - Dívida Pública/PIB (%) (2009-2016) .....	60
Tabela 18 – Conta Corrente (milhões de euros) (2009-2016).....	60

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMO	–Teoria das Áreas Monetárias Ótimas
QUE	–Ato Único Europeu
BC	–Banco Central
BCE	–Banco Central Europeu
CEBS	– <i>Committee of European Bank Supervisors</i>
CECA	– Comunidade Europeia do Carvão e Aço
CEE	–Comunidade Econômica Europeia
CEIOPS	– <i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervision</i>
CESR	– <i>Committee of European Security Regulators</i>
CFI	–CriseFinanceiraInternacional
EBA	– <i>European Banking Authority</i>
ECU	– <i>European Currency Unit</i>
EIOPA	– <i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
ESCB	– <i>European System of Central Banks</i>
ESFS	– <i>European System of Financial Supervisors</i>
ESMA	– <i>European Security Market Authority</i>
ESRB	– <i>European Systemic Risk Board</i>
FECM	–Fundo Europeu de Cooperação Monetária
FME	–Fundo Monetário Europeu
G7	– Grupo dos sete
G20	–Grupo dos vinte
IME	–Instituto Monetário Europeu
MiFID	– <i>Market in Financial Instruments Directive</i>
PEC	–Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	–Produto Interno Bruto
SME	–Sistema Monetário Europeu
TFUE	– Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia
EU	– União Europeia
UME	– União Monetária Europeia
ZE	– Zona do Euro

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E FORMAÇÃO DA ZONA DO EURO</b> .....	<b>19</b>
<b>2.1</b>	<b>Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO)</b> .....	<b>19</b>
<b>2.2</b>	<b>O desenvolvimento da União Monetária Europeia</b> .....	<b>23</b>
2.2.1	O princípio da integração europeia .....	23
2.2.2	A retomada da integração econômica .....	24
2.2.3	O Tratado de Maastricht .....	26
2.2.4	Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC).....	28
2.2.5	A reforma do PEC.....	29
<b>2.3</b>	<b>Conclusões preliminares</b> .....	<b>31</b>
<b>3</b>	<b>CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL (CFI) DE 2007-2008</b> .....	<b>33</b>
<b>3.1</b>	<b>Causas e consequências da CFI de 2007-2008</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2</b>	<b>A Europa frente à CFI de 2007-2008</b> .....	<b>37</b>
<b>3.3</b>	<b>Conclusões preliminares</b> .....	<b>44</b>
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	<b>46</b>
<b>4.1</b>	<b>Análise da política monetária e das diretrizes fiscais pré-CFI</b> .....	<b>46</b>
<b>4.2</b>	<b>Análise dos indicadores econômicos pré-CFI</b> .....	<b>49</b>
<b>4.3</b>	<b>Análise da política monetária e das diretrizes fiscais pós-CFI</b> .....	<b>54</b>
<b>4.4</b>	<b>Análise dos indicadores econômicos pós-CFI</b> .....	<b>56</b>
<b>4.5</b>	<b>Conclusões preliminares</b> .....	<b>61</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>64</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>69</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A integração econômica, social e política na Europa é pioneira, criou arranjos institucionais próprios e tem provocado uma série de alterações não somente no Continente, mas, também, na economia global e no sistema monetário internacional. A Zona do Euro (ZE) representa o mais avançado projeto de integração econômica regional entre países soberanos, a ponto de as questões que dizem respeito aos benefícios e/ou prejuízos relacionados a esse processo e os obstáculos observados ao longo da integração serem de suma importância para entender os mecanismos de funcionamento e os limites dos processos de integração nas mais variadas regiões, como o Mercosul, por exemplo (ARESTIS *et al.*, 2003). Além disso, a região representa 14% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial e é um importante centro financeiro e industrial. Ademais, o mercado interno de grandes dimensões, a crescente integração financeira e as políticas fiscais sólidas garantiram ao Euro o *status* de moeda forte no cenário internacional (MCNAMARA, 2008). Dessa forma, a crise que explicitou as diferenças entre os países do “norte” e do “sul” da Europa tem implicações negativas diretas sobre a economia e o comércio internacionais.

Com a introdução do Euro, um arranjo institucional único também foi criado. O Sistema Central de Bancos Europeus, constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos Bancos Centrais Nacionais, foi criado com caráter independente e com a única tarefa de manter a estabilidade de preços dentro da ZE (ARESTIS *et al.*, 2003). O que caracteriza a ZE como um arranjo institucional único, no entanto, é que apesar de haver uma autoridade central responsável pela política monetária, a política fiscal ainda fica a cargo dos Estados membros, a despeito de ser restringida pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011). Uma hierarquização entre as políticas econômicas acaba resultando dessa separação. A autoridade monetária, com a prerrogativa de alterar as taxas de juros com certa frequência, pode anular qualquer esforço de política fiscal articulada por um Estado Nacional. A coordenação entre as políticas monetária e fiscal, nesse caso, se torna de difícil execução e as repercussões sobre a economia podem ser negativas (ARESTIS *et al.*, 2003). Esse problema é agravado quando se leva em consideração as diferenças entre ciclos e estruturas econômicas dos países membros e suas taxas de juros ideais.

O PEC estipula que o déficit orçamentário dos países membros não deve exceder 3% de seu PIB e a dívida pública sobre o PIB não deve exceder 60%. Apesar de existir alguns mecanismos de flexibilização dessas regras para condições econômicas excepcionais, por exemplo, no caso de um crescimento negativo do produto de magnitude maior à 2%, caso essas

metas não sejam cumpridas, o país estará sujeito a uma série de sanções que serão definidas pelos demais Estados membros (ARESTIS *et al.*, 2003).

A União Europeia (UE), não apenas os países da Zona do Euro, possui um orçamento central. No entanto, esse orçamento representa em torno de 1% do produto dos países membros. Essa taxa é tão inferior ao orçamento de governos centrais em federações nacionais, tais como Estados Unidos, Brasil, Argentina e Alemanha, que a UE não pode ser considerada uma união fiscal (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011). Com o Tratado de Lisboa, o orçamento da UE começou a ser direcionado para os objetivos contidos na Estratégia EU2020, quais sejam: investimentos da UE em projetos trans-fronteiriços de infraestrutura e desenvolvimento econômico, pesquisa e desenvolvimento, programas educacionais em nível europeu, coordenação estratégica entre os Estados membros, defesa integrada e missões de paz e transferências de recursos para as regiões menos desenvolvidas da UE. Esse orçamento é, no entanto, deveras limitado para abranger todas essas funções e as crescentes demandas por ação da UE (FÄRM, 2014). O maior obstáculo para ampliar o orçamento da União é a resistência de políticos e da opinião pública em cobrar ainda mais impostos da população, principalmente sob a difundida lógica de que os contribuintes líquidos estarão “sustentando” os receptores líquidos de recursos. Nesse cenário, um sentimento de unidade pan-europeia não consegue fazer frente à competição dos Estados membros por recursos. Além disso, programas bancados pela UE, tais como o de subsídios à agricultura e os fundos estruturais direcionados para auxiliar países em crise (como Grécia e Portugal), estão extremamente desacreditados e seus resultados são considerados, em geral, insatisfatórios.

A questão fiscal, tratada pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), é considerada de extrema importância para a estabilização de choques assimétricos. Apesar de os principais mecanismos considerados pela referida Teoria para aliviar os choques assimétricos serem a flexibilidade de salários e preços e a mobilidade do trabalho e do capital, quando essas condições não são atingidas (ou completamente atingidas) uma política fiscal apropriada poderia minimizar as consequências desse choque. Desenvolvimentos recentes na AMO apontam para mecanismos de compartilhamento de riscos no mercado financeiro como uma solução que pode substituir, inclusive, a política fiscal. Por exemplo, quando se analisa um Estado Federal, os títulos da dívida do governo central são sempre uma opção melhor aos títulos das dívidas dos estados confederados. Nesse caso, o prêmio de risco dos títulos da dívida federal tende a ser menor devido ao fato de o governo federal controlar a emissão de moeda e ter maior acesso à liquidez devido ao sistema tributário (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

Para a ZE, a emissão de títulos de dívida em nível da União requereria, de certa maneira, uma centralidade fiscal até então inexistente.

A maioria das recomendações em relação à política econômica para a ZE vão no sentido de a autoridade central seguir uma conduta de *no bail-out* em relação aos países membros para que esses sejam forçados a adotar uma disciplina fiscal rígida. Fortaleceu-se, inclusive dentro da Comissão Europeia, a ideia de que o PEC e o monitoramento das políticas fiscais dos países membros, hoje em dia, não são condições suficientes para garantir responsabilidade fiscal. No entanto, também é reconhecido que a ZE carece de instrumentos fiscais para lidar com situações extremas, como foi o caso da CFI de 2007-2008. A ausência de uma centralidade fiscal impede a aplicação de políticas anticíclicas de maneira coordenada e eficiente. A não existência de impostos cobrados diretamente por uma autoridade central exacerba também o problema de *freeriding* na composição do orçamento atual (BORDO; MARKIEWICZ; JONUNG, 2011).

O fato de a ZE não possuir uma autoridade fiscal central também possui repercussões diretas na posição do Euro no mercado internacional e na projeção de poder da UE. Apesar de o Euro ter ultrapassado o dólar como principal moeda para denominação de títulos de dívida nos mercados internacionais anteriormente à crise do *subprime* de 2007-2008, a maioria desses títulos tinha caráter privado. Empresas europeias, após a União Monetária aproveitaram-se dos menores prêmios de risco para captarem nos mercados internacionais a baixos custos. A falta de um mecanismo de emissão de títulos em nível da UE, no entanto, impede que o Euro seja visto como uma alternativa viável ao dólar no mercado internacional. A falta de coesão política, fiscal e diplomática da UE contrapõe os grandes benefícios que o Euro apresentaria para ser usado como moeda de troca na arena internacional: o mercado interno expressivo e dinâmico, as políticas fiscais responsáveis e uma crescente integração financeira. Incertezas sobre como as disputas são resolvidas internamente na União, quais são suas posições em assuntos globais (se unificadas ou não) e como são tomadas as decisões de políticas monetária e fiscal criam incertezas para os outros agentes econômicos quererem (ou não) adotar o Euro como moeda de reserva ou transação. O BCE, no entanto, não parece ter planos de internacionalizar a sua moeda, na medida que prefere adotar uma política neutra em relação à utilização do Euro por países terceiros (MCNAMARA, 2008).

Desde a criação da UE até a CFI de 2007-2008 as reformas econômicas implementadas, visando à convergência dos indicadores macroeconômicos dos países membros, aparentavam estar logrando algum sucesso. A sustentabilidade das contas públicas estava, aos poucos, sendo fortalecida, o controle de preços também e um processo de *catching-up* parecia estar ocorrendo (com os países menos desenvolvidos apresentando altas taxas de crescimento). No entanto,

outros aspectos macroeconômicos foram deixados à mercê dos mercados e a sua evolução parece ter sido bastante problemática, notadamente nos processos de estabilização e competitividade. A evolução dos salários e dos preços em diferentes países membros da ZE levaram a importantes divergências na competitividade das economias e, conseqüentemente, a desequilíbrios nas contas externas. Em alguns países, a adoção das baixas taxas de juros, exercidas pelo BCE, causou um *boom* na demanda interna, elevando salários e preços e abrindo espaço para a especulação, principalmente no mercado imobiliário. Contrariamente, na Alemanha, por exemplo, a baixa inflação e o baixo crescimento dos salários acabaram reprimindo a demanda interna. Essas alterações nos mercados internos também contribuíram fortemente para os desequilíbrios nas contas externas. Um dos grandes problemas foi que a discrepância entre taxas de crescimento e de inflação entre diferentes membros da ZE tornaram a política monetária sub-ótima. A política monetária era muito expansionista para os países de altas taxas de crescimento e inflação e muito contracionista para os países com baixas taxas de crescimento e inflação (HALLWIRTH, 2015). Essas condições, somadas ao Mercado Comum Europeu (MCE), potencializaram o mercado para os produtos e empresas alemãs e o modelo de crescimento puxado pelas exportações adotadas por esse país. Assim, as políticas econômicas implementadas na ZE acabaram por beneficiar o desempenho econômico da Alemanha em detrimento do desempenho econômico dos demais países do Bloco, principalmente aqueles que perderam competitividade, não somente devido à equalização da taxa de câmbio provocada pelo euro, mas também pela inflação elevada (BELKE; DREGER, 2011).

Os principais desequilíbrios macroeconômicos identificados na ZE, especialmente após a crise de 2007-2008, são nos balanços de pagamentos, que culminaram em crises de dívida soberana em diversos países. As causas desses desequilíbrios, porém, podem ser tanto um processo de *catching-up* quanto grandes diferenças de competitividade. O processo de *catching-up*, ao pressupor crescimento acelerado dos países menos desenvolvidos do Bloco, implica que a demanda interna desses países, principalmente para realizar investimentos, aumente e, dessa maneira, as contas externas se tornem deficitárias. No entanto, a maior propensão a importar poderia ser, ao menos em parte, compensada pela poupança externa que ingressaria no país em busca de investimentos mais rentáveis que os do seu país de origem. Porém, para os países periféricos da ZE, os indícios apontam para um *boom* na demanda puxado pelo consumo interno e não pelos investimentos. Nesse caso, a poupança externa que ingressou nos países foi utilizada para fins de consumo e alimentou bolhas especulativas (imobiliárias) ao invés de ser direcionada para investimentos produtivos, os quais poderiam aliviar as contas



externas em um segundo momento. Assim, a alternativa das diferenças de competitividade se concentra na diferença das taxas de câmbio real entre os países da ZE, ou seja, basicamente nas diferenças dos custos do trabalho (BELKE; DREGER, 2011).

Uma peculiaridade entre os países da ZE é que não houve, aparentemente, insuficiência de poupança pública, mas, sim, de poupança privada. Até a crise de 2007-2008 as contas públicas dos países membros vinham seguindo uma trajetória de melhora dentro dos limites estabelecidos pelo PEC. Por sua vez, o setor privado, devido à equalização das taxas de juros em um nível muito abaixo daquele anteriormente praticado pelos países periféricos, adquiriu dívidas significativas (BELKE; DREGER, 2011). Com o estopim da CFI, os governos nacionais foram obrigados a, em alguns casos, socorrer empresas e bancos que estavam em vias de falência. Para alguns países membros, salvar o setor privado significou uma grave deterioração da situação fiscal pública.<sup>1</sup>

As diretrizes de política fiscal propostas pelo PEC, de caráter austero, se mantiveram basicamente inalteradas após a crise de 2007-2008. Segundo Truger (2016), essa política fiscal austera contribuiu significativamente para agravar os efeitos da crise nos países da EU, principalmente pelo fato de que, dentro dos esforços de cortes de gastos aplicados pelos governos, os investimentos públicos (investimentos públicos são aqui utilizados no sentido mais restrito da palavra, por exemplo, em infraestrutura) foram os mais afetados dentro do orçamento. A resistência política e social de cortar gastos correntes (educação, saúde, transporte, assistência, previdência etc.) é muito maior que a resistência a cortar os investimentos públicos e, justamente por esse motivo, esses são os primeiros a sofrerem com as políticas de austeridade. O grande problema de cortar os investimentos públicos é o efeito que eles poderiam ter para atenuar ou até mesmo reverter uma desaceleração da economia (e, conseqüentemente, uma queda da receita), pois o multiplicador dos investimentos públicos é consideravelmente superior ao dos gastos correntes. Vale notar, ainda, que, dentro dos gastos correntes, os gastos com transferência de renda também possuem um multiplicador elevado em períodos de crise devido à manutenção do consumo da população de baixa renda. Nos países periféricos da ZE, que necessitaram de esforços de austeridade muito maiores que os países centrais, o estoque de capital público chegou a diminuir. Isso quer dizer que os investimentos públicos não foram se quer suficientes para compensar a depreciação sofrida pelos investimentos realizados. O potencial de crescimento futuro dessas Nações foi afetado

---

<sup>1</sup>Exemplos são Grécia, Espanha, Portugal e Itália.

negativamente de forma significativa e os efeitos serão sentidos, de maneira mais forte, pelas gerações futuras (TRUGER, 2016).

Além disso, se todos os países da ZE decidirem adotar políticas austeras e flexibilizarem o mercado de trabalho, os resultados sobre a economia serão depressivos, causando encolhimento na demanda interna do Bloco como um todo e um longo período caracterizado por estagnação e elevado endividamento, principalmente pelo fato de que a austeridade, ao reduzir o nível de renda, automaticamente aumenta a relação dívida/produto. Para Bazillier (2014), a solução perpassa uma posição mais ativa da Alemanha para estimular a retomada do crescimento na Região. Como esse País possui elevados superávits em conta corrente, a Alemanha tem espaço para fazer políticas expansionistas e fomentar sua demanda interna. Dessa forma, auxiliando nas exportações dos demais países do Bloco, poderia haver um alívio das contas externas e uma retomada do crescimento dos demais países membros da UE. Outra proposta, concomitante, seria a de aumentar os níveis de investimento da ZE nos países periféricos, visando tanto auxiliar na retomada a curto prazo, quanto na melhoria da competitividade de suas economias no médio e longo prazos. Áreas como infraestrutura, inovação, pesquisa e desenvolvimento, cadeias produtivas integradas e tecnologias sustentáveis seriam fortes candidatas a receber tais investimentos (BAZILLIER, 2014). A criação de “*Eurobonds*” é uma alternativa bastante atrativa para financiar os investimentos em nível regional, além de aumentar o orçamento da UE. Para que se aumente o orçamento da UE, sem que sejam criadas novas taxas que afetem diretamente a população, opções como taxas sobre transações financeiras (que também ajudariam na regulação do setor) e combate à evasão de divisas poderiam ser viáveis (GRIFFITH-JONES, 2014).

Diante deste contexto, o objetivo principal deste trabalho é analisar se as políticas fiscal e monetária adotadas na ZE, nos períodos anterior e posterior à CFI de 2007-2008, foram bem-sucedidas em promover ativamente a convergência dos indicadores econômicos (crescimento, inflação, desemprego, dívida pública, resultado primário e conta corrente). Para tanto, foi selecionada uma amostra de países, quais sejam: Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Itália e Portugal. Como objetivos secundários, este trabalho busca: (i) aprofundar o conhecimento sobre como funciona o processo de integração econômica na ZE e a sua estrutura e instituições no que tange à formulação e implementação de políticas macroeconômicas; e (ii) analisar quais são os fatores, na união monetária, que impedem a maior convergência dos indicadores econômicos dos países membros. A hipótese trabalhada será (i) que a política monetária e as diretrizes fiscais adotadas pela ZE, anteriores e posteriores à CFI de 2007-2008, apesar de terem sofrido alterações, não foram bem sucedida em promover a convergência dos indicadores

econômicos dos países membros, e (ii) que a estrutura atual, na qual as decisões de política fiscal são descentralizadas, contrastando, assim, com as decisões de política monetária que são centralizadas, é um forte obstáculo à execução de políticas econômicas anticíclicas para responder a choques assimétricos.

A metodologia utilizada será uma revisão bibliográfica sobre o processo de integração da EU e a AMO. Ademais, serão analisados (i) alguns indicadores econômicos de uma amostra selecionada de países membros da EU e (ii) os instrumentos de políticas monetária e fiscal adotados, ao longo do período 2000-2015. As fontes dos dados estatísticos serão, principalmente, o *Eurostat* e a *European Central Bank Statistical Data Warehouse* e, como fontes auxiliares, as bases de dados do *World Bank Group* e do *International Monetary Fund*. Por fim, será feita uma análise comparativa entre os períodos pré e pós-CFI de 2007-2008, no que diz respeito às operacionalizações de políticas monetária e fiscal e os indicadores econômicos.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E FORMAÇÃO DA ZONA DO EURO**

Inicialmente será feita uma breve revisão da literatura sobre Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, principal teoria que trata especificamente de processos de integração monetária. A AMO tem como origem o trabalho de 1961 de Robert Mundell e balizou, teoricamente, a proposta de criação da Zona do Euro. A seguir, será apresentado um breve histórico da integração europeia, com ênfase na questão econômica, entre o final da Segunda Guerra Mundial e a criação da União Monetária Europeia (UME).

### **2.1 Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO)**

A AMO endereça a questão de quais são as condições necessárias para que uma união monetária seja considerada ótima e também a questão de sob quais condições é vantajoso ou não para um país ingressar em uma união monetária (JAGER; HAFNER, 2013). O primeiro autor a utilizar a expressão AMO foi Robert Mundell em seu trabalho intitulado “A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas”, publicado em 1961. Posteriormente outros autores elaboraram críticas, adicionaram fatores e ampliaram os estudos sobre a AMO. Os principais autores a contribuir com o tema foram Ronald McKinnon, com o trabalho “Áreas Monetárias Ótimas”, escrito em 1963, e Peter Kenen, com o trabalho “As Áreas Monetárias Ótimas: Uma Visão Eclética”, publicado em 1969.

Em seu trabalho pioneiro, Mundell argumenta que a condição fundamental para a existência de uma AMO é a mobilidade de fatores, capital e trabalho, internamente à essa região. O argumento está baseado na explicação de que na ocorrência de um choque assimétrico que afete uma união monetária, causando desemprego em uma região A - devido, por exemplo, à uma menor demanda por seus produtos - e pressões inflacionárias em uma região B - devido, por exemplo, a um aumento na demanda por seus produtos -, a mobilidade de trabalho permitiria que a mão-de-obra dispensada em A fosse realocada em B, anulando assim as pressões inflacionárias e o desemprego causados pelo choque. Da mesma maneira, a mobilidade de capital permitiria a alocação do capital onde o retorno marginal é maior (MUNDELL, 1961). Segundo Mundell (1961), uma união monetária implica na criação de uma instituição central, com poder de emissão, responsável pela política monetária da união. Se não houver mobilidade interna de fatores, a política monetária não terá como ser ótima para a região na ocorrência de um choque assimétrico. A política monetária poderia ser expansionista, visando o pleno

emprego, para mitigar os efeitos do desemprego na região A, porém agravaria as pressões inflacionárias na região B. Por outro lado, se a política monetária fosse restritiva, visando a estabilidade de preços, o problema do desemprego na região A não seria resolvido. Apesar da consistência teórica do modelo de Mundell, as condições supracitadas não são encontradas em experiências empíricas, causando a necessidade da utilização de mecanismos de compensação.

McKinnon (1963) introduz uma diferenciação ao conceito de AMO. Diferentemente de Mundell, o autor não considera a mobilidade de fatores somente entre as áreas geográficas, mas também entre as diferentes indústrias. Por exemplo, um choque que reduzisse a demanda por produtos produzidos em uma região A e ampliasse a demanda por produtos produzidos em uma região B, causando assim desemprego em A e pressões inflacionárias em B, poderia ser neutralizado caso a região A fosse capaz de desenvolver uma indústria dos mesmos produtos produzidos em B (BROZ, 2005).

Outra importante contribuição de McKinnon à AMO é a avaliação de que o grau de abertura de uma economia tem impacto sobre o custo-benefício dessa economia de ingressar em uma união monetária. O autor define o grau de abertura de uma economia como a taxa de bens transacionáveis sobre bens não transacionáveis<sup>2</sup>. Nesse caso, economias mais abertas, nas quais a taxa de bens transacionáveis sobre bens não transacionáveis é alta, os preços internos são consideravelmente mais sensíveis a flutuações cambiais. Nesse cenário, os mecanismos de ajuste da balança de pagamentos proporcionados por uma taxa de câmbio flexível não funcionam de maneira ótima, pois uma desvalorização cambial, por exemplo, acarretaria pressões inflacionárias significativas. Para essas economias, seria, então, atraente ingressar em uma união monetária. No caso oposto, uma economia fechada, na qual a taxa de bens transacionáveis sobre bens não transacionáveis é baixa, as pressões inflacionárias causadas por flutuações cambiais não seriam significativas (MCKINNON, 1963).

Para além da influência dos preços externos e do câmbio nas variações dos preços internos, outro aspecto importante é a influência da abertura econômica sobre as funções essenciais da moeda. Segundo o autor:

[...] se a área sob consideração for grande o suficiente a ponto de o grupo de bens não transacionáveis ser grande, vincular o valor da moeda doméstica ao corpo de bens não transacionáveis é suficiente para garantir valor de liquidez do dinheiro aos olhos dos habitantes da área em questão [...] Acumulação interna de capital eficiente e pleno emprego são mais importantes que movimentos de capital estrangeiro (MCKINNON, 1963, p. 722).

---

<sup>2</sup>Bens transacionáveis são aqueles que podem ser exportados ou importados e são passíveis de comércio internacional.

Economias pequenas e abertas, ao emitirem uma moeda nacional própria, poderiam enfrentar problemas de crise cambial caso seus habitantes preferissem, diante de cenários econômicos incertos, demandar moeda de plena conversibilidade internacional, pois tal demanda acarretaria fuga de capital (MCKINNON, 1963).

O trabalho de Kenen (1969) é considerado a terceira grande contribuição para a AMO. O autor introduz a diversificação produtiva como um critério a ser levado em consideração. Como a perfeita mobilidade do fator trabalho raramente existe, a diversificação produtiva de uma economia tende a ser um fator mais importante (BROZ, 2005). Por exemplo, economias baseadas na produção e exportação de um produto específico encontram em uma taxa de câmbio flexível um mecanismo eficiente para ajustar as contas externas; no caso dessa mesma economia possuir uma taxa de câmbio fixa, o ajuste necessitaria ser feito através de salários, preços e do nível de emprego. Por outro lado, em economias que possuem um setor produtivo e exportações diversificadas, choques positivos em um setor são geralmente compensados por choques negativos em outro setor (JAGER; HAFNER, 2013). Economias mais diversificadas seriam, portanto, mais estáveis. Segundo o autor: “[...] uma economia nacional bem diversificada não terá de enfrentar alterações nos termos de troca tão frequentes como uma economia nacional baseada em um único produto” (KENEN, 1969, p.49).

Outra contribuição importante de Kenen para a AMO é a consideração de que mecanismos de transferências fiscais entre regiões de uma união monetária são capazes de mitigar o impacto de um possível choque assimétrico (BROZ, 2005).

Além de os trabalhos clássicos sobre a AMO, supracitados, vários autores se dedicaram ao tema e acrescentaram aspectos importantes à Teoria. Corden (1972) considera que a flexibilidade de preços e salários é um fator importante para mitigar um choque assimétrico em uma união monetária, levando em consideração a perda do controle sobre as políticas monetária e cambial acarretada pela união. O autor também salienta que as preferências inflacionárias de cada região devem ser levadas em consideração ao analisar uma união monetária, pois quanto maior for a diferença entre as preferências, maior será o custo de ingressar na união. Mundell (1973) atenta para o fato de que ao formar uma união monetária a demanda por moedas estrangeiras irá cair gerando um ganho de senhoriação para os países da união. Ishiyama (1975) considera que, além dos fatores citados, as diferenças nos níveis de inflação e na taxa de aumento dos salários também devem ser levadas em consideração no cálculo dos custos e benefícios para se ingressar em uma união monetária (BROZ, 2005).

Barro e Gordon (1983) apontam para os benefícios que uma união monetária traz para países que não possuem uma boa disciplina na condução de sua política monetária, sofrendo,

assim, com a falta de confiança dos agentes econômicos. Problemas de viés inflacionário, bem como de monetização do déficit público podem, dessa maneira, ser corrigidos por meio da sujeição à uma autoridade monetária. Todavia, há um custo: o rompimento com uma união monetária é, logicamente, mais custoso que o rompimento com a promessa de um câmbio indexado ou de uma política monetária restritiva (ALESINA; BARRO; TENREYRO, 2002).

Alesina, Barro e Tenreyro (2002) analisam, além dos fatores considerados, condicionantes para a formação de uma área monetária, fatores tais como as relações de comércio entre dois países podem ser afetadas pela criação de uma moeda única. No caso de o comércio ser predominantemente intra-industrial os resultados da união monetária vão no sentido de acentuar os co-movimentos e as relações de produto entre os dois países. No entanto, se o comércio predominante for do tipo inter-industrial a tendência é que cada país se especialize naquele bem ou produto no qual possui uma vantagem comparativa e a partir de então as estruturas produtivas se diferenciem e os co-movimentos entre as duas economias enfraqueçam. Consequentemente, no último caso, as correlações entre os produtos dos dois países se tornariam mais frágeis (ALESINA; BARRO; TENREYRO, 2002).

Em suma, a teoria das AMO sofreu uma série de evoluções e incrementos, desde o trabalho de Mundell (1961). Apesar das considerações adicionais apresentadas pelos trabalhos de McKinnon (1963) e Kenen (1969), os principais condicionantes para a formação de uma área monetária ótima continuam sendo a mobilidade dos fatores capital e trabalho. No caso da mobilidade do fator trabalho o conceito de McKinnon é o de mobilidade ocupacional, ou seja, não apenas em nível regional, mas também em nível industrial. Por parte de Kenen, a observação da utilidade dos mecanismos de transferência fiscal para mitigar choques assimétricos é um assunto essencial ao discutirem-se uniões monetárias. Os trabalhos mais recentes sobre a AMO partiram desses princípios para incrementá-la e deixá-la mais completa. Assim, os estudos avançaram no sentido de explicar os incentivos e os custos para os países ingressarem em uma união monetária. Custos e incentivos determinados pelo grau de abertura econômica, pelo tamanho do mercado interno, pela necessidade de se atrelar a política monetária à um agente mais disciplinado para combater a inflação ou até mesmo a hiperinflação, pela diminuição da dependência de moedas estrangeiras, pela necessidade de fomentar maior mobilidade de capitais, de influenciar as relações comerciais na especialização ou diversificação produtiva e as correlações na renda dos países membros e de influenciar as instituições dos mercados de trabalho e as preferências inflacionárias.

## 2.2 O desenvolvimento da União Monetária Europeia

A história da criação e do desenvolvimento da União Monetária Europeia (UME) remonta a década de 1950 como parte de um processo maior de integração político-econômica no Continente Europeu. As experiências, então recentes, com a Segunda Guerra Mundial e a nova dinâmica de poder configurada pelo início da Guerra Fria serviram como fortes incentivos para a integração dos países da Europa Ocidental. A maior integração econômica e, portanto, a maior relação das economias nacionais dos países europeus com seus vizinhos foi tratada como uma solução para o problema dos conflitos. A maior interdependência econômica tornaria os conflitos mais custosos e assim garantiria uma convivência pacífica. Ao longo dos anos, a integração econômica europeia se mostrou uma alternativa bem-sucedida para ampliar a capacidade competitiva das empresas europeias, que tiveram acesso a um mercado interno ampliado e a um sistema financeiro profundamente desenvolvido. No entanto, os choques assimétricos e as crises enfrentadas pela UME ao longo dos anos trouxeram à luz as fragilidades da União.

### 2.2.1 O princípio da integração europeia

Na década de 1950 alguns líderes europeus (e a sociedade em geral) começaram a enxergar na integração econômica europeia uma solução para impedir que conflitos tão devastadores quanto as Primeira e Segunda Guerras Mundiais voltassem a acontecer. A interdependência econômica era entendida como geradora de um custo muito elevado para que países iniciassem um conflito bélico. Além disso, a ideia de Europa como um Continente de valores civilizados e ponderados começou a tomar corpo nas diferentes sociedades europeias. Em 1952 foi criada a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), composta por Bélgica, Países Baixos, Alemanha, França, Itália e Luxemburgo. Em 1958, esses mesmos seis países criaram a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia de Energia Atômica (EURATOM), um segundo passo em direção à maior integração (BCE, 2009).

Os Tratados de Roma, assinados em março de 1957, são reconhecidos como um marco da integração europeia. O primeiro Tratado foi o que instituiu a Comunidade Econômica Europeia e elencou os objetivos futuros da Comunidade. O principal objetivo elencado foi o de estabelecer um mercado comum entre os países membros, o qual previa uma união alfandegária e, portanto, o fim de direitos alfandegários, uma vez que seria criada uma tarifa externa comum para todos os membros. O mercado comum visava também promover a livre mobilidade dos



fatores capital e trabalho entre os países membros. O compromisso estabelecia, de forma inovadora, uma política agrícola comum para a CEE (LESSA, 2003). O conselho de ministros, composto por um representante de cada país, recebeu, de acordo com o artigo 104 do Tratado, poder para coordenar as políticas econômicas entre os Estados Membros (ARESTIS; BROWN; SAWYER, 2001). O segundo Tratado de Roma instituiu a EURATOM e demonstrou, portanto, a disposição dos países de cooperarem para o desenvolvimento de uma indústria complexa em caráter supranacional (LESSA, 2003). Apesar da EURATOM ter sido marginalizada em um curto período de tempo, enquanto os países passaram a alocar os recursos para seus programas nucleares nacionais, a CEE manteve-se importante na agenda política continental e, de fato, fomentou a integração econômica europeia (ARESTIS; BROWN; SAWYER, 2001).

O Relatório Werner, de 1970, anunciou a primeira tentativa de criar uma união monetária. O relatório estabelecia uma integração que deveria acontecer em três fases e que culminaria com a união monetária. A expectativa era que todas as etapas fossem concluídas até o ano de 1980 (BCE, 2009). Em 1972, havia sido instituída também a “serpente europeia”. A “serpente” correspondia a um mecanismo que buscava manter as taxas de câmbio dos países da CEE flutuando dentro de uma estreita banda e os preparando, dessa maneira, para a união monetária. A “serpente” foi instituída com o apoio do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECM) que atuava financiando desequilíbrios temporários nos balanços de pagamentos dos países membros (GONTIJO, 2013). Entretanto, o colapso de sistema Bretton Woods e o choque do petróleo de 1973, o qual desencadeou uma crise em nível global, causaram conturbações monetárias fortes e impediram que o plano de criação de uma união monetária europeia se realizasse. No entanto, o intuito de se criar uma união monetária como mais um passo no projeto da integração europeia continuou sendo vislumbrado nas décadas seguintes (BCE, 2009).

### 2.2.2 A retomada da integração econômica

No ano de 1980, a criação do Sistema Monetário Europeu (SME) marcou a retomada do processo de integração econômica que havia sido afetado pela crise internacional e pelo choque do petróleo de 1973. Foi criada também uma moeda de conta europeia, a *European Currency Unit* (ECU), permitindo-se que as taxas de câmbio dos países integrantes flutuassem em uma banda de 2,25% do valor da ECU (no caso específico da Itália, a banda permitida era de 6%). Para garantir a operacionalidade da ECU, foi criado o Fundo Monetário Europeu (FME), como substituto do FECM, para financiar os desequilíbrios de curto prazo nos balanços de pagamentos. Havia uma intenção, expressa principalmente pelos franceses, de que

o FME iria distribuir os custos da correção dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos também sobre os países superavitários; no entanto, devido à dependência que o FME possuía das reservas cambiais fornecidas pelo *Bundesbank*<sup>3</sup>, o caráter austero desse último acabou sendo observado também no FME. Os custos dos ajustes nos balanços de pagamentos recaíam, dessa maneira, sobre os países deficitários, os quais eram condicionados a adotar políticas econômicas austeras. Apesar de as taxas de inflação dos países membros do Sistema terem convergido para taxas menores que 2%, os custos dessa política se refletiram em elevadas taxas de desemprego em uma série de países. A partir de então, um grupo de países, liderados pela França, passou a advogar a criação de Banco Central único e independente que perseguisse os objetivos condizentes com as necessidades dos diversos países integrantes do Sistema, não se sujeitando às políticas alemãs (GONTIJO, 2013).

Em 1986, a classe política europeia começou a perceber que a criação do mercado comum não conseguiria ser realizada sob o aparato institucional até então vigente. Nesse contexto, uma Conferência Intergovernamental estabeleceu o Ato Único Europeu (AUE), o qual reconhecia a necessidade de aprofundar a integração do mercado interno e o livre movimento de bens, serviços e recursos para atingir o objetivo do mercado único até 1992. O AUE reconheceu a necessidade de mudança institucional para que o objetivo fosse cumprido até 1992 e estendeu a utilização da votação por maioria para quase todas as áreas (com exceção de direitos trabalhistas, assuntos fiscais e movimentos de pessoas). O Ato reconheceu o Conselho Europeu e formalizou a Cooperação Política Europeia. O AUE foi considerado o primeiro grande adendo ao Tratado de Roma que instituiu a CEE (ARESTIS; BROWN; SAWYER, 2001).

Ao fim da década de 1980, sob uma conjuntura de recuperação econômica mundial e também de relaxamento das políticas econômicas do *Bundesbank*, o processo de integração econômica europeia experimentou uma nova fase de aceleração. Essa aceleração culminou na aprovação do Relatório de Delors em 1989. O relatório recomendava (i) que os controles de capitais remanescentes fossem completamente eliminados, (ii) que os países impusessem limites estreitos para seus déficits orçamentários, (iii) que os Bancos Centrais fossem proibidos de financiar os Tesouros Nacionais e (iv) que, dentro de um espaço de dez anos, se consumasse a união monetária. Assim, estava estabelecido no relatório que a união monetária teria como autoridade monetária um banco central europeu com poderes de emissão (GONTIJO, 2013). A grande diferença do relatório de Delors para o de Werner é que Delors priorizou a criação de

---

<sup>3</sup>Banco Central da Alemanha.

uma moeda única em um curto espaço de tempo, enfatizando a necessidade de se criar o BCE e transferir as reservas monetárias dos países membros para o Banco. O relatório não indicou, porém, um orçamento significativo para a união. Ao invés disso, enfatizou a flexibilidade de preços e mecanismos de estabilização fiscal automáticos. Em Delors foi manifestado um caráter austero, o qual visava a estabilidade de preços por meio da independência do Banco Central e da disciplina fiscal dos países membros, alinhado com as políticas econômicas do *Bundesbank* (EICHENGREEN, 2007).

### 2.2.3 O Tratado de Maastricht

O Tratado de Maastricht, também conhecido como Tratado sobre a União Europeia, firmado em 1992, instituiu a União Europeia baseada em três pilares: o Tratado de Roma, uma política externa e securitária comum e a cooperação nas esferas jurídicas e de assuntos internos. Em relação à integração econômica, Maastricht estabeleceu o caminho a ser seguido para que a EU fosse formada. O processo foi baseado nas três etapas estabelecidas por Delors, porém, com algumas alterações (ARESTIS; BROWN; SAWYER, 2001). O Tratado estabeleceu três etapas que deveriam ser atingidas para a criação da União:

- a) Primeira etapa:
  - i. Eliminação, pelos signatários, de todas as formas de controle de capitais remanescentes.
  - ii. Intensificação e fortalecimento da independência dos Bancos Centrais.
  - iii. Adequação das leis internas (nacionais) com os compromissos firmados no Tratado.
- b) Segunda etapa (a qual deveria ser iniciada em 1994):
  - i. Criação do Instituto Monetário Europeu (IME) com a finalidade de coordenar as políticas monetárias nacionais.
- c) Terceira etapa (prevista para 1999):
  - i. Consumação da UME.
  - ii. Substituição do IME pelo BCE.
  - iii. Entrada em circulação de uma moeda única.

No entanto, para chegar à terceira etapa os países deveriam ter atendido aos critérios de convergência (EUROPEAN PARLIAMENT, 2017). Os critérios foram fortemente defendidos pela Alemanha e imprimiram um caráter restritivo à economia da UE, visando, principalmente,

baixas taxas de inflação. Essas características são explícitas nos artigos 123 e 126, respectivamente, do Tratado sobre a UE:

É proibida a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo Banco Central Europeu ou pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros, adiante designados por «bancos centrais nacionais», em benefício de instituições, órgãos ou organismos da União [...] (EUROPEAN UNION, 2002, art.123).

A Comissão acompanhará a evolução da situação orçamental e do montante da dívida pública nos Estados-Membros, a fim de identificar desvios importantes. Examinará, em especial, o cumprimento da disciplina orçamental [...] (EUROPEAN UNION, 2002, art. 126).

Os países que não atingissem os critérios permaneceriam na segunda etapa até que estivessem aptos a ingressarem na UE. Os critérios estabelecidos eram os seguintes: (i) a taxa de inflação dos últimos doze meses não deveria exceder em mais 1,5% as menores taxas de inflação apresentadas pelos países membros; (ii) limite máximo de 3% do PIB para o déficit público; (iii) limite máximo de 60% do PIB para a dívida pública; e (iv) a taxa de juros básica para os últimos doze meses não deveria exceder em mais de 2% as taxas de juros básicas dos países membros que obtiveram os melhores desempenhos em termos de inflação. O critério (iv) foi o único de caráter temporário, ao passo que os critérios precedentes se tornaram critérios para o funcionamento da UME (GONTIJO, 2013).

No dia primeiro de janeiro de 1999, 11 países, dos 15 que tinham atingido os critérios de convergência, tiveram suas taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas. Foram eles: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal. O Euro entrou em circulação como moeda de curso legal nesses países em 2002. A Grécia apenas viria a cumprir os critérios de convergência em 2001, quando pôde ingressar na UME. Posteriormente, outros países atingiram a terceira etapa dos critérios de convergência e ingressaram na UME, quais sejam: Eslovênia (2007), Chipre e Malta (2008), Eslováquia (2009), Estônia (2011), Letônia (2014) e Lituânia (2015) (BCE, 2009). O Reino Unido e o Reino da Dinamarca atingiram a terceira etapa dos critérios de convergência, porém optaram por não adentrar a UE (cláusula de *opt-out*) e a Suécia, por sua vez, tem evitado atingir todos os critérios de convergência, pois o ingresso na UME foi rejeitado pela população em um referendo em 2004.

#### 2.2.4 Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)

Os artigos 121 e, o supracitado, 126 do Tratado sobre o funcionamento da União Europeia (TFUE) constituem o PEC, e o artigo 136 versa sobre aspectos específicos a serem adotados para a Zona do Euro (EUROPEAN UNION, 2002). O PEC, em linhas gerais, busca orientar a política econômica dos estados membros da UE e da ZE para um viés estabilizador, priorizando o controle de preços e a responsabilidade fiscal. As recomendações gerais do PEC dizem respeito à independência do BCE, à cláusula de *no bail-out* do BCE ou dos BC nacionais aos déficits públicos, à proibição de financiar monetariamente os déficits e à disciplina fiscal rígida (com o teto de déficit público de 3% do PIB) (ARESTIS et al., 2003).

O ECOFIN é a entidade responsável por garantir a aplicação das regras de disciplina fiscal. No conselho, existem um “braço preventivo” e um “braço corretivo”. Os chefes de Estado dos Estados membros expressaram o comprometimento com a implementação das recomendações do Conselho em uma declaração conjunta assinada em junho de 1997, em Amsterdã. No “braço preventivo”, os Estados membros submetem, anualmente, programas de estabilidade com foco especial para o objetivo de médio termo. O objetivo de médio termo é, segundo o PEC, uma posição fiscal próxima ao equilíbrio ou superavitária. Também está previsto, debaixo do “braço preventivo” um mecanismo de aviso prévio caso o ECOFIN perceba que a evolução da posição fiscal de um determinado membro está se deteriorando e de recomendações de políticas corretivas para esse trajeto (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006). Cabe ao ECOFIN analisar os programas de estabilidade anuais submetidos por cada Estado Membro da UE. Fica, também, ao critério do ECOFIN tornar a sua opinião sobre um programa de estabilidade pública ou não (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006).

Caso um Estado membro venha a exacerbar os limites de 3% do déficit público ou os 60% de peso da dívida pública sobre o PIB o Procedimento de Déficit Excessivo é acionado, componente do “braço corretivo” do Conselho. Esse procedimento se inicia com a elaboração de um relatório, pela Comissão, sobre a situação econômica e fiscal de um Estado membro. O ECOFIN e a Comissão dão suas opiniões, baseadas no relatório, de se o membro está incorrendo em déficit excessivo ou se a situação parece ser excepcional ou temporária (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006).

Por um lado, caso a Entidade entenda que o objetivo fiscal de médio prazo de um país está divergindo, as recomendações de disciplina são reforçadas. Por outro lado, caso a divergência continue e seja considerado que o país rompeu com os valores de referência, penalidades podem ser aplicadas de acordo com a decisão dos demais países membros (ARESTIS et al., 2003). Nessa etapa, o “braço corretivo” do Conselho entra em ação, responsável pela aplicação das sanções ao país que divergiu significativamente do seu objetivo de médio prazo (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006). Estão explícitas, no entanto, algumas exceções, tais como: a de um Estado Membro não sofrer penalidades, mesmo apresentando déficit excessivo, devido à desaceleração econômica maior ou igual a 2%. No caso de uma desaceleração entre 0,75% e 2%, fica à critério do Conselho definir o que é considerado um déficit excessivo. O prazo para a introdução das medidas propostas pelo Conselho é de quatro meses e o déficit público excessivo deve ser corrigido em até um ano da identificação do problema (ARESTIS *et al.*, 2003). Ademais, caso um Estado membro se recuse a adotar medidas corretivas os demais membros devem decidir quais sanções serão impostas, sendo, uma delas, necessariamente em forma de depósito não-remunerado efetuado pelo país em questão. Esse depósito não-remunerado pode tornar-se uma multa caso o déficit excessivo não seja corrigido em um período de até dois anos (EUROPEAN UNION, 2017). As outras sanções serão decididas por meio de uma votação onde as medidas propostas pelo Conselho necessitam obter maioria qualificada dos votos (dos representantes dos demais países membros) para ser aprovada (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006).

É importante salientar que o PEC procura orientar as políticas fiscais dos países membros para que elas sejam condizentes tanto com os objetivos de política econômica da UE e da ZE quanto com a política monetária do BCE. As políticas fiscais, no entanto, são decididas em nível nacional e não são centralizadas para a UE ou para a ZE, diferentemente do que ocorre com a política monetária para a ZE que é formulada e executada pelo BCE.

#### 2.2.5 A reforma do PEC

O PEC foi instituído em uma época, no final dos anos 90, em que o consenso era de que regras numéricas e mecanismos de supervisão multilateral seriam efetivos em disciplinar a política fiscal dos países e em levá-los a atingir a sustentabilidade fiscal no longo prazo. Com a desaceleração econômica vivenciada na Europa após 2001, no entanto, alterou-se significativamente o cenário econômico. As críticas em relação ao PEC foram se acentuando, muitos acreditavam que o Pacto era muito restritivo em períodos de desacelerações cíclicas e

muito leniente em períodos de crescimento cíclico. A ênfase em indicadores nominais estaria impondo um modelo *one-size-fits-all* que estava sendo incapaz de abarcar todas as diferentes realidades econômicas da Zona do Euro. Dessa maneira, a própria razão de ser do Pacto estava sendo colocada em questão: a eficácia do PEC de garantir a sustentabilidade fiscal de longo prazo da União Europeia. O ímpeto por uma reforma no Pacto levou os Estados membros a voltarem à mesa de negociação (BLAVOUCUS; PAGOULATOS, 2008).

A primeira reforma no “braço preventivo” do PEC foi em relação ao conceito do objetivo fiscal de médio prazo. Cada país passou a ter um objetivo fiscal de médio prazo específico, dependendo das condições econômicas em que a economia nacional se encontrasse. Os objetivos deveriam, ainda assim, manter uma margem de segurança em relação ao déficit de 3% do PIB e garantir um trajeto em busca da sustentabilidade fiscal, porém não necessariamente o resultado fiscal deveria estar equilibrado ou superavitário. Dessa maneira o Pacto estaria permitindo maior espaço de manobra para as políticas fiscais, permitindo, por exemplo, a manutenção ou expansão do investimento público. A segunda reforma diz respeito a trajetória rumo a sustentabilidade fiscal, estabelecendo uma regra onde cada país deveria perseguir uma melhora anual de 0.5% do PIB no seu resultado fiscal. Esse resultado deve ser uma média ao longo do ciclo e, caso um país não atingir essa meta, ele deve submeter um relatório para a Comissão explicitando as razões para tal. A última reforma do “braço preventivo” foi a introdução da regra que dita que um país que estiver passando por reformas estruturais não necessita atingir as metas de melhora anual do resultado fiscal ou do objetivo fiscal de médio prazo (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006).

No que diz respeito ao “braço corretivo” o número de reformas foi maior. Primeiramente foi definido que uma “desaceleração econômica severa” corresponde a uma taxa real negativa de crescimento do PIB ou a um período contínuo de crescimento do PIB muito abaixo do crescimento potencial. A segunda reforma explicita quais “outros fatores relevantes” devem ser levados em consideração na avaliação dos relatórios fiscais submetidos pelos países. Os fatores são a posição econômica de médio prazo, o crescimento potencial, as condições cíclicas, a implementação da agenda de Lisboa<sup>4</sup> e políticas para fomentar pesquisa e desenvolvimento e inovação. A terceira reforma foi a extensão dos prazos procedimentais como o prazo para o Conselho emitir suas recomendações em relação à algum país (passou de 3 para 4 meses), o prazo para um país implementar as medidas recomendadas (passou de 4 para 6 meses), o prazo

---

<sup>4</sup>Agenda de Lisboa, definida no ano de 2000, objetiva tornar a União Europeia a economia de conhecimento mais dinâmica e competitiva do mundo, e, para tanto, busca melhorar os investimentos em redes e em conhecimento, reforçar a competitividade da indústria e dos serviços e promover o prolongamento da vida ativa.

para o Conselho notificar o país se as medidas não forem implementadas (passou de 1 para 2 meses) e o prazo para o país responder à essa notificação (passou de 2 para 4 meses). A quarta reforma foi a extensão do prazo para a correção do déficit excessivo, que pode ser estendido em um ano (2 anos no total) dependendo de condições excepcionais. A quinta reforma especifica que, se um país adotar as recomendações propostas pelo Conselho e, após essa adoção, sofrer por algum evento econômico inesperado que deteriore a situação das finanças públicas, o Conselho pode decidir reformular as recomendações e estender o prazo por mais um ano. Finalmente, a reforma buscou enfatizar o foco na sustentabilidade fiscal de longo prazo, sem, no entanto, definir valores quantitativos (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006). É importante ressaltar, no entanto, que as definições iniciais do PEC de manter o déficit público abaixo de 3% do PIB e a dívida pública abaixo de 60% do PIB foram mantidas (EUROPEAN UNION, 2002)

Resumindo, os principais marcos no processo de integração econômica europeia podem ser definidos, portanto, como a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, os Tratados de Roma, que instituíram a CEE, o Relatório de Werner e a primeira pretensão de uma união monetária, a criação do SME, o Ato Único Europeu e a instituição de um mercado interno comum, o Relatório de Delors e, finalmente, o Tratado de Maastricht (Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia). Definidos pelo TFUE estão o Banco Central Europeu, que é a autoridade monetária central para a UME, e o PEC, que é o Pacto que estabelece as diretrizes de política fiscal a serem seguidas por todos os países membros da UE. Apesar de reconhecer a existência e a importância de outros tratados como o Tratado de Amsterdã (1997), o Tratado de Nice (2001) e o Tratado de Lisboa (2007) para o fortalecimento e o aprimoramento dos mecanismos político-institucionais da União Europeia, eles não são contemplados nesse breve histórico pois não apresentaram mudanças significativas para os moldes da integração monetária europeia.

### **2.3 Conclusões preliminares**

A AMO é a base do arcabouço teórico das discussões que balizaram a criação da UME. O trabalho de Mundell (1961) lançou as premissas básicas sobre as condições necessárias para a criação de uma AMO, as quais, no entanto, não são completamente observadas em termos empíricos. São essas premissas: a mobilidade dos fatores capital e trabalho. Mckinnon, acrescentou os conceitos de mobilidade ocupacional e a importância dos tipos de indústria e Kenen trouxe para a discussão o papel das transferências fiscais como mitigadoras dos impactos



de eventuais choques assimétricos, uma vez que as áreas não apresentam as condições perfeitas elencadas por Mundell. Outras variáveis importantes agregadas a AMO posteriormente dizem respeito ao tamanho dos mercados, ao grau de abertura das economias, ao tipo de comércio predominante, às correlações de produto, aos processos inflacionários e à diversificação produtiva.

A UME foi de fato consumada em 1999 com a fixação irrevogável das taxas de câmbio dos países membros e o Euro foi introduzido como moeda circulante em 2001. A UME, foi, no entanto, resultado de um processo de integração político-econômico que teve início no período pós-guerra e enfrentou diversos contratemplos ao longo do percurso, como crises internacionais que geraram instabilidades cambiais. Ao ser consumada, no entanto, a UME estabeleceu o BCE como autoridade monetária central. O BCE foi, em muito, inspirado no *Bundesbank*, devido ao papel proeminente da Alemanha no processo e à sua importância econômica. As principais características do BCE são, portanto, a sua independência dos governos dos Estados membros, seu compromisso principal com a estabilidade de preços (o qual imprime um caráter austero tanto para a política monetária quanto para as diretrizes fiscais) e uma política de *no bail-out*. Dessa maneira, a Alemanha conseguiu transferir para o âmbito da ZE uma política econômica mais adequada às necessidades de sua economia nacional.

Apesar da criação de uma autoridade monetária central, o mesmo não aconteceu com a instância fiscal. Existe um orçamento conjunto ao nível da UE, porém, ele é muito pouco significativo e não pode ser considerado comparável ao de uma Federação. O PEC é o principal norteador das políticas fiscais que são implementadas nos níveis nacionais. O que é estabelecido são apenas tetos para o déficit primário e para a dívida pública dos países, que ao não serem respeitados podem incorrer em sanções e medidas corretivas. Apesar dos artigos que determinam as exceções para esses valores de referência em casos de desaceleração econômica, o PEC demonstra a crença da UE e da UME em estabilizadores automáticos e na eficiência dos mercados para responder à situações econômicas adversas. Mesmo após a reforma do PEC, em 2007, as premissas básicas não foram alteradas e o problema principal da falta de uma coordenação entre os países ao nível das políticas fiscais ainda persiste.

### **3 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL (CFI) DE 2007-2008**

A CFI de 2007-2008 foi iniciada em um subsegmento do setor imobiliário estadunidense, no entanto, se espalhou rapidamente pelo sistema financeiro internacional devido a um modelo de sistema financeiro desregulamentado, à globalização intensa e às inovações financeiras utilizadas pelas instituições (FERRARI-FILHO; PAULA, 2008). O objetivo deste capítulo é entender como uma crise nesse subsegmento do setor imobiliário estadunidense foi gestada e como, ao estourar, se tornou a maior crise financeira global da história até os dias atuais. Ademais, este capítulo busca entender as consequências da CFI para a economia real, em especial no âmbito da União Europeia e da Zona do Euro, e quais foram as medidas adotadas pela União e pelos Estados membros da Zona do Euro para mitigar os efeitos negativos causados pela fragilidade do sistema financeiro.

#### **3.1 Causas e consequências da CFI de 2007-2008**

A partir da década de 1970, a corrente de teorias neoliberais começou a ganhar força na área econômica e pôde-se perceber, então, o início de um movimento global de liberalização comercial e financeira e desregulamentação sistemática dos mercados financeiros. A influência dessa corrente se deu justamente por ela advogar que os mercados são eficientes<sup>5</sup> (explicar em nota de rodapé o que é a teoria de mercados eficientes) são o suficiente para se autorregular, ou, ao menos, são mais eficientes que qualquer intervenção do Estado. É explícito que os Estados nacionais, partindo de uma visão mais pragmática, continuaram a utilizar o instrumental macroeconômico keynesiano em certa medida, porém o processo de desregulamentação, ainda assim, foi intenso (BRESSER-PEREIRA, 2008).

Segundo Minsky (1980), o sistema capitalista é inerentemente instável e suscetível a crises. Como o sistema é movido pela busca incessante ao lucro, é natural que - em um cenário onde o crédito aparece como importante financiador de investimentos e do consumo - as posições de endividamento tornem-se cada vez mais arriscadas, visando o aumento da lucratividade da atividade econômica. Minsky estabelece três posturas financeiras extremas que os agentes podem tomar, assim como uma variedade de posições encontradas no espectro

---

<sup>5</sup> A teoria dos mercados eficientes advoga que todos os agentes do mercado têm acesso, ao mesmo tempo, às mesmas informações. Portanto, os preços dos ativos refletem o nível de conhecimento de todo o mercado sobre o eles e qualquer distorção nos preços é rapidamente corrigida. Para detalhes adicionais, ver Fama (1970).

intermediário a essas duas. A posição *hedge* é aquela na qual o agente possui compromissos financeiros futuros que podem ser cobertos pela sua renda futura esperada; essa é a posição mais segura que um agente pode tomar. A posição especulativa é caracterizada pelo fato de o agente assumir compromissos futuros maiores que sua renda esperada. E a posição *ponzi* é aquela na qual o agente assume uma postura financeira extremamente especulativa, quando, por exemplo, para pagar o serviço da dívida adquirida é necessário recorrer a endividamento adicional. Em outras palavras, a posição *Ponzi* é a mais arriscada que um agente pode assumir. A medida que uma economia cresce com estabilidade, as posições dos agentes vão se tornando mais arriscadas para poder inferir lucros maiores, sendo que o histórico recente valida a crença de que as obrigações serão pagas. Ao longo do tempo, a alavancagem/exposição de posições mais arriscadas acaba por criar instabilidade no sistema e a economia fica vulnerável a crises. A estabilidade, nesse contexto, é, por si, desestabilizadora. A relação entre as posições *hedge*, especulativa e *Ponzi* de uma economia acaba determinando qual é o seu grau de instabilidade (DEOS, 2008).

Há uma controvérsia sobre a CFI de 2007-2008 ser uma crise tipicamente *mynskiniana* devido ao fato de o *boom* de crescimento ter se desenvolvido já sobre uma estrutura financeira frágil, desregulamentada, globalizada e dotada de uma série de inovações financeiras complexas (DEOS, 2008). Em última instância, a CFI de 2007-2008 explicitou o limite entre o descolamento do preço dos ativos e da economia real, que em 2006 havia ultrapassado a proporção de três ativos financeiros para uma unidade produtiva real. O preço dos ativos passou a evoluir independentemente da economia real, com base apenas na especulação. Assim, a especulação passou a inferir lucros através da diferença entre os preços de compra e venda de um papel ou título no curtíssimo prazo, ao passo que a desregulamentação e a globalização permitiram que a competição entre as instituições financeiras se tornasse mais acirrada e a busca por lucros rápidos e maiores se intensificasse, incrementando a quantidade de operações especulativas em nível global (MOLLO, 2008).

No caso específico da CFI de 2007-2008 o mercado financeiro estadunidense foi marcado por duas tendências fortes nos anos 1990. A primeira dizia respeito a uma taxa de juros bastante baixa, resultado das altas taxas aplicadas nos anos 1980 e da conseqüente baixa inflação decorrente delas no período posterior. Essa tendência de baixa nas taxas de juros reduziu a lucratividade dos mercados financeiros tradicionais de empréstimos para empresas e títulos governamentais. A segunda forte tendência foi a da concorrência acirrada decorrente da desregulamentação financeira sistemática, a qual levou a uma maior exposição a operações de alto risco e em uma área geográfica ampliada (CARVALHO, 2008).

O mercado *subprime* de crédito imobiliário estadunidense surgiu, então, como um atraente mercado em potencial. Os empréstimos *subprime* são justamente aqueles em que o histórico de crédito, as garantias e a renda do tomador não justificariam o empréstimo em condições tradicionais. Esse mercado representava um enorme contingente populacional dos Estados Unidos e, além disso, por serem considerados tomadores de alto risco, as taxas de lucros das instituições financeiras seriam maiores. Para executar esse processo de integração dessa população ao mercado de crédito as análises subjetivas de concessão foram substituídas por modelos estatísticos que calculam a possibilidade de um empréstimo ser bem-sucedido se todas as condições permanecerem inalteradas. O período de prosperidade vivenciado pela economia estadunidense de 1980 até 2006 causou um aumento sustentado no emprego e na renda. Dessa maneira, mesmo pessoas sem um emprego fixo eram consideradas como possuidoras de uma renda estável. Por outro lado, para atrair os tomadores de empréstimo em potencial as instituições financeiras utilizaram a estratégia de cobrar taxas de juros bastante baixas nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as significativamente após algum tempo. Além disso, as hipotecas *subprime* foram incluídas no processo de securitização. Simplificadamente, as hipotecas serviam de lastro para um título, o qual possuía remuneração equivalente à taxa de juros cobradas na hipoteca, e esse título era então comercializado no mercado financeiro para fundos de investimento, bancos, famílias, etc. (CARVALHO, 2008). Esse processo de securitização dos empréstimos e de derivativos de crédito imobiliário fez com que os efeitos da crise das hipotecas *subprime* fossem rapidamente espalhados para outros setores e uma série de diferentes instituições financeiras. O processo de internacionalização financeira, decorrente da globalização, permitiu que a crise se espalhasse em escala global (FARHI; PRATES; FREITAS; CINTRA, 2008).

Cabe ressaltar que para entender a CFI de 2007-2008, é necessário compreender o aumento das conexões entre os bancos universais e as demais instituições financeiras. Os bancos passaram a utilizar mais inovações financeiras com o objetivo de remover riscos de crédito de seus balanços e se tornarem mais líquidos. Os bancos poderiam, assim, alavancar suas operações sem a necessidade de cumprir os coeficientes de capital exigidos pelos acordos de Basileia. As instituições financeiras que aceitaram adquirir esses papéis, atraídas pela alta remuneração oferecida, constituíram um sistema denominado *shadow banking system*. O termo *shadow* refere-se a instituições financeiras que não são regidas pelas regras definidas nos Acordos de Basileia; portanto, não tem acesso aos seguros de depósitos nem às operações de redesconto dos bancos centrais, e que passaram a atuar como quase-bancos no mercado de crédito graças às inovações financeiras disponíveis. Um terceiro agente foram as agências de

classificação de risco, que atuaram auxiliando na criação de pacotes de crédito que lastreavam títulos securitizados da melhor maneira para que os papéis fossem classificados e precificados como sendo de baixo risco nos mercados secundários. Em junho de 2008 o *Bank for International Settlements* (BIS) divulgou que o valor dos derivativos nos Estados Unidos era de 596 trilhões de dólares, dos quais 58 trilhões de dólares correspondiam a derivativos de crédito (FARHI; PRATES; FREITAS; CINTRA, 2008).

O valor de empréstimos de hipotecas *subprime* foi muito alto. E esses empréstimos serviram como catalizadores do crescimento do mercado financeiro por determinado tempo. No entanto, ao passo que vários contratos foram reajustados, para começar a cobrar altas taxas de juros, a economia americana começou a demonstrar sinais de fraqueza, a ponto de o calote de tomadores de empréstimos ser inevitável. Esse processo se iniciou por volta do ano de 2006. Assim, os tomadores se tornaram inadimplentes e os detentores dos títulos securitizados lastreados nessas hipotecas, percebendo que deixariam de receber a sua remuneração, começaram então a se desfazer dos títulos rapidamente. À medida em que essa percepção de risco se alastrou entre os investidores (sejam eles indivíduos ou instituições), uma grande quantidade de agentes procurou se desfazer dos títulos, sem, contudo, haver compradores no mercado. Desta forma, instaurou-se um risco de liquidez<sup>6</sup> nesse subsegmento do setor de crédito imobiliário nos EUA. A partir deste momento o preço dos ativos lastreados em hipotecas *subprime* caiu rapidamente. O problema é que essa espiral deflacionária começou a atingir também títulos semelhantes de outros setores do mercado de capitais (CARVALHO, 2008).

Nesse processo é importante lembrar que a transparência desses títulos securitizados e semelhantes é baixa e o investidor não consegue ter uma real percepção da qualidade do lastro atrelado ao título. Assim, quando a crise vai se alastrando, ela entra na fase de crise patrimonial. Quando o valor dos ativos das empresas cai abaixo do valor das obrigações assumidas por ela e ela se torna insolvente é que a crise patrimonial se expressa. No caso da CFI de 2007-2008 diversos bancos e financeiras que possuíam uma grande quantidade daqueles papéis em seu balanço se viram expostos à insolvência e à falência (CARVALHO, 2008). Após o estopim da CFI de 2007-2008, o episódio de falência do banco de investimento Lehman Brothers causou um cenário de incertezas na economia. Em um contexto de incertezas generalizadas sobre quão saudável (ou não) eram os balanços das instituições financeiras houve um congelamento dos mercados interbancários, com o valor dos *spreads* atingindo patamares extremamente elevados (FARHI; PRATES; FREITAS; CINTRA, 2008). O colapso do Lehman Brothers, por si só seria

---

<sup>6</sup> Quando não há a possibilidade de vender um título sem incorrer em prejuízo.

potencialmente danoso para os mercados financeiros, dado que o banco possuía uma exposição significativa no mercado financeiro. O Banco estava muito envolvido, por exemplo, no mercado de *Credit Default Swaps* (CDS) que correspondia a US\$ 57,0 trilhões; ademais o Banco havia criado muitos papéis comerciais, relacionando-os a crédito de curto prazo que foram adquiridos por instituições europeias por meio de sua presença global. As consequências foram ainda mais fortes devido à fragilidade instaurada no sistema financeiro internacional (JACKSON, 2009).

A crise financeira sistêmica acabou afetando o lado real da economia. A partir do momento que os bancos se viram obrigados a ajustar seus balanços à situação de crise, a oferta de crédito na economia se reduziu e dessa maneira as empresas ficaram sujeitas a não ter capital de giro e as famílias foram obrigadas a reduzir seu consumo (HERMANN, 2008). Adicionalmente à contração do crédito por motivos de reestruturação dos balanços encontra-se a insegurança dos agentes tanto em conceder quanto em tomar empréstimos e em realizar investimentos, fazendo com que eles “sentem sobre o dinheiro” (CARVALHO, 2008).

### **3.2 A Europa frente à CFI de 2007-2008**

A crise que eclodiu com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers atingiu rapidamente o continente europeu e suas principais economias, muito em razão da frágil regulamentação financeira adotada na Europa. Os bancos europeus adotavam, até então, o mesmo modelo de negócios dos bancos estadunidenses, o *generate-to-distribute*. O *generate-to-distribute* representa um modelo no qual os bancos concedem empréstimos e os utilizam como lastro para criar derivativos que são comercializados no mercado de capitais e em transações interbancárias. Dessa maneira os bancos eram capazes de incrementar seu volume de empréstimos sem violar as regras de coeficiente de capital impostas pelos órgãos reguladores. Esse foi o modelo padrão utilizado, principalmente, pelos grandes bancos de presença internacional. Devido a essas práticas, os principais bancos europeus encontravam-se, no momento em que estourou a crise, com balanços bastante vulneráveis e perigosamente descapitalizados. Como contraponto a esse modelo de negócios pode-se citar o *generate-to-hold*, um modelo no qual os bancos preferem manter os compromissos futuros e seus riscos em seus próprios balanços. Esse último modelo foi mais utilizado, por exemplo, no sistema financeiro japonês, que sentiu os efeitos da CFI de maneira menos intensa e menos imediata (EUBANKS, 2010).

O fato de que, dentro do modelo *generate-to-distribute* do mercado financeiro estadunidense, os derivativos eram criados, muitas vezes, visando a comercialização no

mercado europeu ajuda a entender a velocidade com que a crise financeira chegou ao Continente (EUBANKS, 2010). Os países da Zona do Euro sofreram as consequências da crise na esfera real da economia ainda em 2008, expressas na redução significativa das taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) ou, em alguns casos, taxas negativas, como se observa na Tabela 1. Neste contexto, é importante ressaltar que o processo da globalização e a liberalização dos mercados, que vinham em curso na economia mundial há algumas décadas, acirravam a competição por lucros nos mercados financeiros e, portanto, uma regulamentação mais rígida poderia incorrer em perda de competitividade das instituições financeiras europeias em relação às instituições financeiras estadunidenses (JACKSON, 2009).

**Tabela 1–Variação anual do PIB (%) para os países membros da ZE (2006-2010)**

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Áustria</b>	3,4	3,6	1,5	-3,8	1,9
<b>Bélgica</b>	2,5	3,4	0,7	-2,3	2,7
<b>Chipre</b>	4,5	4,8	3,9	-1,8	1,3
<b>Estônia</b>	10,3	7,7	-5,4	-14,7	2,3
<b>Finlândia</b>	4,1	5,2	0,7	-8,3	3,0
<b>França</b>	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0
<b>Alemanha</b>	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1
<b>Grécia</b>	5,7	3,3	-0,3	-4,3	-5,5
<b>Irlanda</b>	5,9	3,8	-4,4	-4,6	2,0
<b>Itália</b>	2,0	1,5	-1,1	-5,5	1,7
<b>Letônia</b>	11,9	9,9	-3,6	-14,3	-3,8
<b>Lituânia</b>	7,4	11,1	2,6	-14,8	1,6
<b>Luxemburgo</b>	5,1	8,4	-0,8	-5,4	5,8
<b>Malta</b>	1,8	4,0	3,3	-2,5	3,5
<b>Holanda</b>	3,5	3,7	1,7	-3,8	1,4
<b>Portugal</b>	1,6	2,5	0,2	-3,0	1,9
<b>Eslováquia</b>	8,5	10,8	5,6	-5,4	5,0
<b>Eslovênia</b>	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2
<b>Espanha</b>	4,2	3,8	1,1	-3,6	0,0
<b>Zona do Euro</b>	3,2	3,0	0,4	-4,5	2,1

Fonte: World Bank Group (2017a); elaboração própria.

De acordo com Jackson (2009), a CFI de 2007-2008 pode ser dividida em 4 fases distintas. A primeira fase é caracterizada por uma perda de confiança nos mercados de crédito causada pela quebra do mercado estadunidense de títulos imobiliários. Nesse momento ainda se acreditava que a crise seria pontual e não se espalharia para outros segmentos ou setores do

mercado financeiro. As intervenções dos governos dos países da União Europeia foram pontuais em instituições financeiras e bancos que teriam associação direta com esses papéis. Nessa fase, o governo britânico nacionalizou as instituições de crédito imobiliário Northern Rock e Bradford & Bingley, os governos da Bélgica, França e Luxemburgo injetaram capital no Dexia<sup>7</sup> e os governos da Bélgica, Holanda e Luxemburgo injetaram US\$ 16,4 bilhões no banco e seguradora Fortis.

Durante a segunda fase, fica claro que os mercados em geral estão sendo afetados pela crise, e não somente as instituições e subsegmentos financeiros específicos. Nesse cenário, os governos começam a intervir, principalmente, através dos Bancos Centrais (BCs). Os BCs passam a baixar as taxas básicas de juros, prover liquidez e prover moeda de conversibilidade internacional. Os governos buscam, além disso, estabilizar os mercados por meio de garantias aos depositários e, em alguns casos, até mesmo aos bancos. Os BCs ainda utilizaram injeções diretas de capital nos balanços das instituições mais afetadas e compraram os papéis “podres” para removê-los dos balanços dessas instituições, além de prover liquidez para aquisições e fusões de instituições financeiras. O Banco Central Europeu (BCE), por exemplo, disponibilizou liquidez através das operações rotineiras de *open market*<sup>8</sup> de curto prazo e de operações de *open market* de prazo mais longo. A maior flexibilidade do BCE com essas operações, em comparação ao Federal Reserve (FED), permitiu prover liquidez aos mercados sem precisar recorrer a medidas extraordinárias. Ainda na segunda fase, o BCE em conjunto com o FED, os bancos centrais do Reino Unido, Suíça, Suécia e Canadá promoveram um corte sincronizado nas suas taxas básicas de juros. Em decorrência da escassez de dólares no mercado internacional, os bancos centrais de uma série de países passaram a utilizar *swaps* cambiais<sup>9</sup> temporários. Dessa maneira os bancos centrais poderiam adquirir empréstimos de outros bancos centrais para determinadas moedas, principalmente dólares nesse caso. Muitos bancos centrais também utilizaram suas reservas internacionais para injetar liquidez na economia (JACKSON, 2009).

A terceira fase representa a crise patrimonial em seu estágio mais disseminado. A confiança nos mercados de crédito não foi restaurada e a falta de liquidez ainda se mostrava um problema nos mercados. Mais instituições financeiras e empresas passaram a tentar se desfazer

---

<sup>7</sup> O maior provedor de crédito para municípios no mundo.

<sup>8</sup> Mercado no qual são comprados e vendidos títulos da dívida pública com a participação do Banco Central.

<sup>9</sup> Uma operação de *swap* cambial consiste em um acordo entre duas partes em trocar o principal de um empréstimo e os juros incidentes sobre este principal, em determinado período, por um valor correspondente em uma outra moeda.



de ativos para equilibrar seus balanços, agravando a espiral deflacionária da crise, o valor de mercado das empresas europeias e estadunidenses caiu significativamente e muitas empresas e bancos chegaram a uma situação de insolvência. Em alguns países da Zona do Euro, como Áustria e Eslovênia, a capitalização das empresas domésticas listadas chegou a cair, entre 2007 e 2008, cerca de um terço (Tabela 2). Muitos governos passaram, através de seus Tesouros Nacionais, a assumir o controle de bancos insolventes (JACKSON, 2009).

**Tabela 2 - Capitalização das empresas domésticas listadas (% do PIB) (2006-2010)**

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Áustria</b>	57,7	61,2	17,8	28,7	32,3
<b>Bélgica</b>	96,7	81,7	32,2	53,6	55,6
<b>Chipre</b>	79,2	71,6	28,7	39,6	26,7
<b>França</b>	104,4	102,9	50,4	72,2	72,2
<b>Alemanha</b>	54,5	61,2	29,6	37,8	41,8
<b>Grécia</b>	73,4	83,2	25,4	34,1	22,6
<b>Irlanda</b>	70,3	53,3	18,0	26,0	27,3
<b>Itália</b>	52,8	48,7	21,8	30,0	25,2
<b>Luxemburgo</b>	189,7	330,0	120,8	208,5	191,1
<b>Malta</b>	66,6	71,5	39,8	47,8	48,0
<b>Holanda</b>	107,3	113,9	41,5	65,2	79,0
<b>Portugal</b>	50,0	55,1	26,3	40,3	34,4
<b>Eslováquia</b>	284,7	8,0	5,4	5,7	4,7
<b>Eslovênia</b>	38,3	60,0	21,2	24,2	19,6
<b>Espanha</b>	104,6	121,7	58,0	95,7	81,8
<b>Zona do Euro</b>	78,6	80,3	36,4	53,1	52,3

Fonte: World Bank Group (2017b); elaboração própria.

Durante esta fase, a União Europeia publicou o *European Framework for Action*. O documento trouxe como pontos principais os que seguem: a rápida aplicação das medidas propostas aos bancos centrais para garantir a estabilidade dos mercados no curto prazo e a reforma do modelo de regulamentação, posteriormente, para prevenir que crises financeiras de tal magnitude se repitam; a adoção de medidas de curto prazo para impedir que uma queda na demanda agregada causasse desaceleração na economia real; e a coordenação em nível global para mitigar os efeitos da crise. Apesar de o documento apontar a necessidade de prevenir uma queda na demanda agregada através do aumento dos investimentos públicos, fica claro que essa medida deveria ser tomada de acordo com as diretrizes do PEC (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008). Segundo Barroso (COMMISSION OF THE

EUROPEAN COMMUNITIES, 2008, p.3), em seu discurso “*Eu acredito que deveríamos utilizar em seu pleno potencial a flexibilidade que existe no Pacto de Estabilidade e Crescimento*”. Nessa terceira fase, a ideia de criar *bad-banks* começou a ganhar força entre os governos da União Europeia, espelhados no que fez o Reino Unido ao adquirir a Bradford & Bingley, após vender a parte saudável da instituição (JACKSON, 2009).

A quarta fase da crise é caracterizada pela intervenção fiscal vultuosa dos governos nacionais. Neste momento, a crise financeira havia afetado a economia real, principalmente nos setores que eram altamente dependentes do mercado de crédito. Esse desaquecimento da economia causado pela escassez de crédito reforçou a fragilidade das posições de crédito das instituições financeiras e esses dois movimentos passaram, portanto, a se reforçar em um ciclo descendente. Os países da União Europeia, além de continuarem reduzindo suas taxas básicas de juros, viram as restrições do Pacto de Estabilidade e Crescimento serem flexibilizadas para que medidas fiscais mais eficazes pudessem ser tomadas (JACKSON, 2009).

Assim, o Plano de Recuperação Econômica Europeia<sup>10</sup> foi lançado, em novembro de 2008, com o objetivo de recuperar a economia em escala continental. Nesse ponto era conhecido que uma série de países europeus se encontravam em recessão (Tabela 1), bem como que a crise havia atingido os países emergentes, pressionando para baixo as exportações europeias e deteriorando a situação no mercado de trabalho. O cerne do Plano é um esforço fiscal anticíclico:

Um impulso orçamentário imediato correspondente a 200 bilhões de euros (1,5% do PIB da UE), composto de uma expansão orçamentária por parte dos Estados membros de 170 bilhões de euros (cerca de 1,2% do PIB da UE), e financiamento de 30 bilhões de euros por parte da UE (cerca de 0,3% do PIB da UE) para suportar ações imediatas. (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008, p.6).

As áreas de investimento que deveriam ser priorizadas, segundo o Documento, foram as que tornariam a economia da União Europeia mais competitiva ao superar a crise. As recomendações foram para focar as ações: nos mais vulneráveis e de baixa renda, possibilitando um aumento mais imediato do consumo; na capacitação dos trabalhadores para setores e tecnologias promissoras; na redução dos encargos trabalhistas para estimular a criação de empregos; facilitar os meios de financiamento para as empresas; na desburocratização dos processos fiscais e de concessão de patentes; na modernização da infraestrutura europeia, principalmente na esfera energética e de telecomunicações; no impulso de projetos de comunicação e de transportes continental; no aumento do investimento e dos subsídios para

---

<sup>10</sup>*European Economic Recovery Plan.*

setores relacionados às energias renováveis e ao meio ambiente; no incremento dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento; no aumento dos investimentos em projetos automobilísticos de menor emissão de gases; nos subsídios às vendas de carros mais eficientes; e na ampliação da cobertura e do acesso à internet de alta velocidade (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008).

O Plano trouxe, no entanto, algumas direções gerais para orientar o estímulo fiscal e adequá-lo ao Pacto de Estabilidade e Crescimento. Os esforços fiscais deveriam ser (i) pontuais no quesito tempo, rápidos para responder ao período de queda da demanda agregada, porém não deveriam ser estendidos além do necessário, (ii) temporários para prevenir a deterioração das posições fiscais de médio e longo prazo dos países membros, (iii) direcionados para as áreas mais afetadas da economia, visando maximizar o impacto do esforço de estabilização, e (iv) coordenados para multiplicar seus efeitos e não causar pressões orçamentárias muito fortes. Também foi especificado que os esforços deveriam ser divididos entre instrumentos de arrecadação e de gasto. Por exemplo: garantias e subsídios a empréstimos em cenários onde uma retração no mercado de crédito pode gerar altos prêmios de risco; incentivos financeiros para acelerar a transição para economias mais eficientes e tecnológicas; reduzir impostos e contribuições sociais em cenários de alto desemprego; e reduzir impostos sobre valor adicionado para promover o consumo. Outras medidas anunciadas no Documento foram o aporte adicional de 15 bilhões de euros do Banco de Investimentos Europeu<sup>11</sup> para os dois anos seguintes a divulgação do Documento, dinheiro que estaria disponível nas formas de empréstimo, garantias, *risk-sharing* e *equity*. O Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento<sup>12</sup> também se comprometeu com um aporte adicional de 500 milhões de euros por ano para financiamento dos novos países membros. O Plano trouxe ainda recomendações para que os bancos centrais prosseguissem com os cortes nas taxas básicas de juros a fim de prover liquidez aos mercados e estimular a economia (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008).

A composição da estrutura financeira da União Europeia, a época da CFI de 2007-2008, permitia que as decisões e legislações decididas por Bruxelas fossem impostas apenas mediante o aceite das regulamentações pelos países membros. Os membros precisam passar leis com as diretrizes decididas no âmbito da UE e, caso houvesse algum conflito na implementação, a disputa deveria ser resolvida na justiça. Dessa maneira, a execução das leis de regulamentação financeira era de responsabilidade dos governos nacionais, majoritariamente. No âmbito da UE

---

<sup>11</sup>*European Investment Bank.*

<sup>12</sup>*European Bank for Reconstruction and Development.*

algumas instituições com poder de executar as leis eram o BCE, o Comitê Europeu de Supervisores Bancários<sup>13</sup> (CEBS) e o Comitê de Reguladores Europeus de Valores Mobiliários<sup>14</sup> (CESR) (EUBANKS, 2010).

No que tange à Zona do Euro, os 16 países então participantes possuíam mais de 40 instituições de supervisão financeira. O resultado dessa pluralidade de reguladores foi uma coordenação muito baixa, uma fragmentação e a demora nas respostas à CFI. A supervisão era baseada no controle dos governos nacionais sobre seus territórios e no reconhecimento mútuo desse controle. A coordenação e cooperação entre os diferentes países membros ocorria através da assinatura de acordos e memorandos bi ou multilaterais que possuíam poder vinculante. Além disso, o CEBS, o CESR, o Comitê de Supervisão Bancária do Sistema Europeu de Bancos Centrais<sup>15</sup> (ESCB) e o Comitê Europeu de Supervisores de Seguradoras e Pensões Ocupacionais<sup>16</sup> (CEIOPS) suplementavam os memorandos auxiliando na coordenação da supervisão financeira entre os países membros. A maior crítica feita ao modelo de supervisão da ZE ante a CFI de 2007-2008 é a de que as autoridades econômicas eram coniventes com a prática do modelo de negócios *originate-to-distribute*, o que permitia que as instituições supervisionadas obtivessem vantagens competitivas perante outros bancos europeus. Essa falha na regulamentação permitiu que as instituições financeiras da ZE sofressem fortemente os efeitos da crise financeira e necessitassem ser salvas pelos governos nacionais às custas da emissão de títulos atrelados a uma taxa de remuneração mais elevada (EUBANKS, 2010).

Perante os efeitos severos da CFI de 2007-2008 a UE construiu um plano de reforma de seu sistema de supervisão financeira, adotado em outubro de 2010. O Plano consistiu na criação de um corpo de supervisão macro-prudencial e no estabelecimento de três autoridades orientadas por setor. O responsável pela supervisão macro-prudencial foi o Conselho Europeu de Risco Sistêmico<sup>17</sup> (ESRB). O ESRB teve como tarefas coletar informações, identificar riscos sistêmicos e aconselhar medidas corretivas em casos de riscos identificados. O ESRB é presidido pelo presidente do BCE, porém, não possui uma personalidade jurídica (EUBANKS, 2010).

O responsável pela supervisão micro-prudencial passou a ser o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros<sup>18</sup> (EFSF), o qual inclui o ESRB e funciona como uma rede

---

<sup>13</sup>Committee of European Bank Supervisors.

<sup>14</sup>Committee of European Security Regulators.

<sup>15</sup>Banking Supervision Committee of European System of Central Banks.

<sup>16</sup>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervision.

<sup>17</sup>European Systemic Risk Board.

<sup>18</sup>European System of Financial Supervisors.

descentralizada. As três autoridades, quais sejam, Autoridade Bancária Europeia<sup>19</sup> (EBA), a Autoridade Europeia de Valores Mobiliários e Mercados<sup>20</sup> (ESMA) e a Autoridade Europeia de Seguros e Pensões Ocupacionais<sup>21</sup> (EIOPA), orientadas por setor foram incumbidas de coordenar a implementação dos padrões de supervisão europeus e fomentar a cooperação. Essas autoridades substituíram o CEBS, o CESR e o CEIOPS. As três autoridades possuem personalidade jurídica e poderes vinculantes sobre as instituições financeiras. Decorrente desta mesma reforma, as autoridades podem, inclusive, anular regras nacionais de supervisão financeira que não estejam de acordo com as diretrizes da UE (EUBANKS, 2010).

Em afinidade com as discussões que estavam ocorrendo em âmbito internacional após a CFI de 2007-2008 (G7, G20 e Basileia), a UE adotou também normas mais duras de regulamentação dos mercados financeiros. Para promover a transparência foi adotada regulamentação sobre as agências de classificação de crédito (2009), uma proposta de regulamentação do mercado de derivativos e aprimoramento das Diretrizes de Mercado em Instrumentos Financeiros (MiFID). A fim de promover a estabilidade foram tomadas medidas para melhorar os instrumentos de prevenção e de auxílio a bancos com baixa *performance* e uma revisão dos coeficientes mínimos de capital levando em conta os Terceiros Acordos de Basileia. Além dessas medidas, foram tomadas também medidas adicionais de garantias visando a proteção dos clientes (PERRUT, 2012).

### 3.3 Conclusões preliminares

Em suma, a União Europeia e a Zona do Euro, foram, portanto, severamente afetadas pela CFI de 2007-2008. As condições para a crise foram se formando a partir da década de 1970 com a acentuação dos processos de liberalização e de globalização financeira marcados pela ruptura com o Sistema Bretton Woods<sup>22</sup>. Tais processos resultaram na criação das inovações financeiras, permitindo a maior alavancagem dos bancos e a criação de um sistema de *shadow banking*. Uma vez que os derivativos lastreados em hipotecas *subprime* estadunidenses haviam sido largamente negociados com grandes bancos europeus, o colapso deste subsegmento se espalhou por todo o mercado financeiro, afetando a economia real. Os principais países da Zona do Euro passaram por períodos de retração econômica, desemprego e deflação acentuada de

---

<sup>19</sup>European Banking Authority.

<sup>20</sup>European Securities and Market Authority.

<sup>21</sup>European Insurance and Occupational Pensions Authority.

<sup>22</sup>Sistema monetário internacional negociado, principalmente, entre as nações industrializadas que durou entre 1944 e 1971 quando os EUA romperam com o padrão dólar-ouro.

ativos, exigindo, assim, respostas tanto em nível nacional quanto em termos supranacionais. Dentre as medidas tomadas no âmbito da Zona do Euro estavam a atuação do BCE como prestador de última instância, o corte nas taxas de juros e a injeção de liquidez nos mercados. No plano da UE pode-se citar o Plano de Recuperação Econômica Europeia, atuando na frente do estímulo fiscal, ainda que dentro do limite do PEC, a reformulação da estrutura de supervisão financeira do Bloco e suas regras e o corte sincronizado das taxas básicas de juros.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo serão analisados os comportamentos das políticas monetária e fiscal de uma amostra de países da Zona do Euro nos períodos anterior à CFI (de 2001 até 2007/2008) e posterior a CFI (de 2007/2008 até 2016) bem como os indicadores macroeconômicos desses países para os mesmos dois períodos supracitados. O objetivo desta análise será compreender se as políticas monetária e fiscal executadas pela Zona do Euro e seus países membros antes e após a CFI (considerada um ponto de inflexão) foram bem-sucedidas em promover a convergência dos principais indicadores macroeconômicos dos países analisados.

Os critérios para a seleção da amostra de países foram (i) a adoção do Euro como moeda oficial desde a sua origem; (ii) incorporar na amostra tanto países considerados centrais quanto países considerados periféricos na Zona do Euro; e (iii) a importância das devidas economias nacionais em relação ao conjunto de membros da Zona do Euro. Dessa maneira, os países analisados neste trabalho serão Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Itália e Portugal. Ainda que comumente Alemanha, Finlândia, França e Holanda sejam reconhecidos como países centrais na Zona do Euro e Espanha, Itália e Portugal como países periféricos, neste trabalho a análise não será balizada por essa separação *a priori*.

Para a política monetária serão utilizadas como indicadores as taxas para as principais operações de refinanciamento estabelecidas pelo BCE; essas taxas, na prática, equivalem a taxa básica de juros para a economia da Zona do Euro. No que tange a política fiscal, como ela tem suas diretrizes formuladas na instância da União Europeia, apesar dela ser implementada individualmente pelos países membros, os indicadores serão: (i) alterações, suspensões e flexibilizações no Pacto de Estabilidade e Crescimento; e (ii) gasto público total como percentagem do PIB.

Os indicadores macroeconômicos os quais este trabalho buscará identificar se houve uma maior convergência entre os países analisados serão: (i) taxa de crescimento do PIB; (ii) taxa de inflação medida pelo índice harmonizado de preços ao consumidor; (iii) taxa de desemprego; (iv) resultado fiscal primário; (v) dívida pública como percentagem do PIB; e (vi) resultado da conta corrente.

### 4.1 Análise da política monetária e das diretrizes fiscais pré-CFI

A política monetária na Zona do Euro para este período será analisada a partir da taxa para as principais operações de refinanciamento estabelecida pelo BCE. Conforme os dados

oficiais do BCE (Tabela 3), a primeira alteração do ano de 2001 estabeleceu uma taxa de 4,5% ao ano, a primeira baixa do recorde de 4,75% ao ano definido no final de 2000. Ao longo do ano de 2001 houve um relaxamento expressivo na política monetária, com a taxa de refinanciamento chegando a 3,25% ao ano no final de 2001. A primeira e única alteração do ano de 2002 foi um corte 0,5%, fazendo a taxa chegar a 2,75% ao ano. Em 2003, a tendência de relaxamento da política monetária continuou, com a primeira decisão do ano estabelecendo uma taxa de 2,5% e a última decisão do ano estabelecendo uma taxa de 2%.

Durante o ano de 2004 a taxa de refinanciamento foi mantida em 2% ao ano. Apenas em 2005 o BCE alterou essa taxa, retomando uma tendência austera na política monetária com o aumento de 0,25%, resultando em uma taxa de 2,25%. A primeira alteração do ano de 2006 reforçou a tendência contracionista da política monetária definindo uma taxa de 2,50% ao ano; enquanto a última alteração do ano de 2006 representou um expressivo aumento da taxa de juros, chegando a 3,50%. No ano de 2007 o BCE continuou elevando as taxas, a primeira alteração elevou a taxa para 3,75% ao ano e a última alteração a elevou para 4% ao ano. A primeira alteração no ano de 2008 definiu uma taxa de 4,25% ao ano, o recorde de alta antes do estopim da CFI.

**Tabela 3 - Taxa de Juros para as Principais Operações de Refinanciamento do BCE (2001-2008)**

Ano	Primeira alteração	Última alteração
2001	4,50%	3,25%
2002	2,75%	2,75%
2003	2,50%	2,00%
2005	2,25%	2,25%
2006	2,50%	3,50%
2007	3,75%	4,00%
2008	4,25%	2,50%

Fonte:European Central Bank (2017); elaboração própria.

No que diz respeito à política fiscal o Pacto de Estabilidade e Crescimento foi o principal guia para as ações dos países. O viés predominantemente estabilizador do Pacto determina a necessidade de um teto de 3% do PIB para o déficit público anual de um Estado membro e um teto de 60% da dívida pública sobre o PIB (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006). Os países que exacerbarem esses valores ficam sujeitos ao Procedimento de Déficit Excessivo, formulado pelo ECOFIN. Dentro do Pacto de Estabilidade e Crescimento existem algumas situações de exceção previstas para um Estado membro não sofrer as penalidades previstas pelo



Pacto. Por exemplo, ao enfrentar uma desaceleração econômica igual ou maior a 2% existe uma tolerância para os tetos definidos de 3% e 60% do PIB para o déficit anual e para a dívida pública, respectivamente. No caso de a desaceleração ser entre 0,75% e 2%, fica a critério do ECOFIN estabelecer o que poderia ser considerado um déficit excessivo (ARESTIS et al., 2003).

No caso de o Procedimento de Déficit Excessivo ser acionado, o Estado membro possui um prazo de quatro meses para a introdução das medidas propostas pelo Conselho e de um ano após a identificação do problema para o déficit público ser corrigido (ARESTIS et al., 2003). É importante, neste período, notar que França e Alemanha apresentaram déficits públicos anuais acima do teto de 3% do PIB consecutivamente até o ano de 2005. No entanto, em uma reunião interministerial com os membros da União Europeia em 2003, foi decidido que as sanções e penalidades previstas no Pacto não seriam aplicadas a esses dois países, anulando a decisão da Comissão Europeia. A Alemanha e a França, em tal ocasião, defenderam uma interpretação mais flexível do pacto e conseguiram agregar apoio de algumas economias menores do bloco. Os únicos países a se oporem a essa decisão foram Áustria, Holanda, Finlândia e Espanha. Já Dinamarca, Suécia, Bélgica e Grécia defenderam a aplicação de penalidades mais brandas (THE TELEGRAPH, 2003).

Ao analisarmos os gastos governamentais totais dos países membros como porcentagem do PIB (Tabela 4) percebemos uma tendência de aumento destes em todos os países analisados com exceção da Alemanha. Em 2001 o gasto governamental total na Alemanha foi 46,9%; em 2005 essa porcentagem caiu moderadamente para 46,2%; e em 2007 essa porcentagem chegou ao seu valor mais baixo, 42,8%. Já a França teve seu aumento mais expressivo nos anos iniciais, em 2001 o gasto ficou em 51,2% do PIB e em 2005 chegou a 52,9%. Esse dado caiu nos dois anos seguinte a 2005 chegando a 52,2 em 2007% e voltou a aumentar em 2008 para 53% do PIB. Para a Holanda o gasto aumentou de 43,1, em 2001, atingindo seu auge em 44,7, em 2004, e chegando a 2008 em 43,6%. A Finlândia teve um gasto de 47,3%, em 2001, e atingiu seu pico aos 49,3%, em 2003 e 2004, e chegou a 2008 em 48,6%. A Espanha, de todos os países analisados é o que possui, nesse período o menor gasto governamental em relação ao PIB. O país teve um gasto de 38,5% em 2001, passou por algumas variações e atingiu seu ápice em 2008 com 41,1%. Dos países que aumentaram seu gasto governamental em relação ao PIB, a Itália foi o país que apresentou o menor crescimento desse indicador, iniciando com 47,5% em 2001 e atingindo seu ápice em 47,8% em 2008. Para Portugal, o período iniciou com um gasto de 44,1% em 2001, atingiu seu ápice com 46,7% em 2005 e chegando a 2008 com 45,3%.

**Tabela 4 - Gastos Governamentais Gerais/PIB (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	46,9	38,5	51,2	47,5	43,1	44,1	47,3
2002	47,3	38,6	52,3	46,8	43,9	43,7	48,5
2003	47,8	38,3	52,8	47,2	44,7	45,3	49,4
2004	46,3	38,7	52,5	46,8	43,6	46,1	49,3
2005	46,2	38,3	52,9	47,1	42,3	46,7	49,3
2006	44,7	38,3	52,5	47,6	43,0	45,2	48,3
2007	42,8	39,0	52,2	46,8	42,5	44,5	46,8
2008	43,6	41,1	53,0	47,8	43,6	45,3	48,3

Fonte: Eurostat (2017a); elaboração própria.

## 4.2 Análise dos indicadores econômicos pré-CFI

As diferentes taxas de inflação nos diferentes países membros da Zona do Euro é um dos principais desafios para a operacionalização da política monetária do BCE. O BCE tem como meta de médio prazo para a Zona do Euro uma inflação de 2% ao ano. No entanto, o banco não estabelece metas anuais e suas ações são balizadas mais de acordo com a percepção de as expectativas do mercado estarem (ou não) ancoradas. Segundo os dados do Eurostat sobre o índice harmonizado de preços ao consumidor (Tabela 5 Z), nos primeiros anos do período Alemanha, Holanda, Finlândia e Portugal enfrentaram redução nas suas taxas anuais de inflação. A taxa na Alemanha caiu de 1,9% em 2001 para 1% em 2003. Na Holanda a taxa caiu de 5,1% em 2001 para 1,4% em 2004. No caso de Portugal a queda foi de 4,4% em 2001 a 2,1% em 2005. Já para a Finlândia a queda foi de 2,7% em 2001 a taxa preocupante de 0,1% em 2004. Na França a taxa de inflação aumentou de 1,8% em 2001 para 2,3% em 2005. Para a Itália a taxa de inflação aumentou de 2,3% em 2001 para 2,8% em 2003. No caso espanhol a taxa aumentou de 2,8% em 2001 para 3,6% em 2002 e voltou a reduzir em 2003 e 2004 para 3,1%, no entanto, em 2006 atingiu novamente 3,6%.

Após atingir o seu recorde de baixa no período em 2003, a taxa de inflação na Alemanha chegou a 1,8% em 2004 e terminou o período com 2,8% em 2008. Na Holanda, taxa subiu constantemente de 1,4% em 2004 para 2,2% em 2008. Em Portugal, após atingir a taxa mínima para o período de 2,1% em 2005, houve um aumento para 3% em 2006 e chegou em 2008 em 2,7%. Já para a Finlândia, após beirar a deflação com uma taxa de 0,1% em 2004, a taxa de inflação voltou a subir constantemente até atingir 3,9% em 2008. No caso francês, a taxa caiu de 2,3% em 2004 para 1,6% em 2007 e retomou o aumento para 3,2% em 2008. Na Itália a tendência de alta se reverteu em 2003 quando o país atingiu 2,8% e reduziu constantemente até

2007 quando atingiu 2% e retomou um aumento em 2008 quando chegou a 3,5%. Na Espanha a taxa de inflação sofreu uma redução de 3,6% para 2,8% de 2006 para 2007, porém subiu para 4,1% em 2008.

**Tabela 5 - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	1,9	2,8	1,8	2,3	5,1	4,4	2,7
2002	1,4	3,6	1,9	2,6	3,9	3,7	2,0
2003	1,0	3,1	2,2	2,8	2,2	3,2	1,3
2004	1,8	3,1	2,3	2,3	1,4	2,5	0,1
2005	1,9	3,4	1,9	2,2	1,5	2,1	0,8
2006	1,8	3,6	1,9	2,2	1,6	3,0	1,3
2007	2,3	2,8	1,6	2,0	1,6	2,4	1,6
2008	2,8	4,1	3,2	3,5	2,2	2,7	3,9

Fonte: Eurostat (2017b); elaboração própria.

Os dados de crescimento do produto também apresentam discrepâncias entre os países (Tabela 6). No ano de 2001, Finlândia (2,6%) e Espanha (4%) apresentaram as maiores taxas de crescimento, enquanto Alemanha (1,7%) e Itália (1,8%) as menores. As discrepâncias, no entanto, não foram muito grandes (com exceção da Espanha). Em 2002, ocorre uma queda pronunciada nas taxas de crescimento, a Alemanha fica estagnada, Holanda apresenta uma taxa de 0,1% e Itália 0,2%; Espanha (2,9%) e Finlândia (1,7%) ainda apresentam as maiores taxas. Em 2003 a Alemanha (-0,7%) e Portugal (-0,9%) apresentam um crescimento negativo enquanto Holanda (0,3%), Finlândia (2%) e Espanha (3,2%) apresentam uma leve retomada. Em 2004, Alemanha (1,2%) e Portugal (1,8%) retomam o crescimento e as taxas de crescimento de todos os países são maiores que no ano anterior. Finlândia (3,9%) e Espanha (3,2%) ainda apresentam as maiores taxas. Em 2005, com exceção da Holanda (2,2%) e da Espanha (3,7%) todos países sofrem uma leve desaceleração. Uma forte retomada acontece em 2006 com Alemanha crescendo 3,7%, França 2,4%, Holanda 3,5%, Finlândia 4,1% e Espanha 4,2%; ao passo que apenas Portugal apresentou crescimento inferior a 2%. Em 2007 todos os países cresceram acima de 2%, com a exceção da Itália (1,5%), com destaque para Finlândia (5,2%).

Com o estopim da crise em 2008, a Itália, que já vinha apresentando crescimento inferior aos outros países nos últimos anos foi a primeira a apresentar um crescimento negativo (-1,1%). França e Portugal ficaram quase estagnados em 0,2%, e Espanha, Holanda, e Alemanha apresentaram crescimento acima de 1%.

**Tabela 6 - Variação anual no PIB (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	França	Holanda	Finlândia	Itália	Espanha	Portugal
2001	1.7	2.0	2.1	2.6	1.8	4.0	1.9
2002	0.0	1.1	0.1	1.7	0.2	2.9	0.8
2003	-0.7	0.8	0.3	2.0	0.2	3.2	-0.9
2004	1.2	2.8	2.0	3.9	1.6	3.2	1.8
2005	0.7	1.6	2.2	2.8	0.9	3.7	0.8
2006	3.7	2.4	3.5	4.1	2.0	4.2	1.6
2007	3.3	2.4	3.7	5.2	1.5	3.8	2.5
2008	1.1	0.2	1.7	0.7	-1.1	1.1	0.2

Fonte: World Bank Group (2017a); elaboração própria.

Outro indicador econômico para analisar o grau de convergência das economias é a taxa de desemprego. Segundo os dados do Eurostat (Tabela 7) a taxa de desemprego na Espanha se manteve alta, acima de 10%, até 2005 e atingiu seu ponto mais baixo em 2006 (8,5%). A Itália manteve taxas acima de 8% de 2001 a 2005 e atingiu seu ponto mais baixo em 2007 com 6,1%. A Finlândia também apresentou taxas de desemprego maiores que 8% até 2005, mas houve uma redução sucessiva até atingir 6,4% no ano de 2008. Portugal apresentou uma taxa de 5,1% em 2001 e sofreu aumentos sucessivos até atingir o ápice de 9,1% em 2007. A França apresenta uma taxa de 7,8% em 2001 e a partir de então houve aumentos consecutivos até atingir seu ápice de 8,9% em 2004 e 2005; em 2008 houve uma queda da taxa de desemprego. A Alemanha também parte de 2001 com 7,8% e sofre aumentos consecutivos até atingir seu ápice em 2005 (11,2%), sendo que, entre 2004 e 2006, a taxa ficou acima de 10%. Em 2008 a taxa de desemprego alemã caiu para 7,4%. A Holanda é o país que apresentou as menores taxas: 3,1% em 2001, aumentos consecutivos até 2005 (5,9%) e redução a partir deste ano, atingindo a taxa de 3,7% em 2008.

**Tabela 7 - Taxa de Desemprego (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	7,8	10,6	7,8	9,0	3,1	5,1	9,1
2002	8,6	11,5	7,9	8,5	3,7	6,2	9,1
2003	9,7	11,5	8,5	8,4	4,8	7,4	9,0
2004	10,4	11,0	8,9	8,0	5,7	7,8	8,8
2005	11,2	9,2	8,9	7,7	5,9	8,8	8,4
2006	10,1	8,5	8,8	6,8	5,0	8,9	7,7
2007	8,5	8,2	8,0	6,1	4,2	9,1	6,9
2008	7,4	11,3	7,4	6,7	3,7	8,8	6,4

Fonte: Eurostat (2017c); elaboração própria.

Analisando os dados do resultado fiscal do setor público como porcentagem do PIB, conforme os dados do Eurostat (Tabela 8) pode-se perceber uma predominância de déficits fiscais. Alemanha de 2001 a 2005 obteve déficits fiscais superiores ao teto estabelecido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Partiu de -3,1% em 2001, atingiu o maior déficit de -4,2% em 2003 e chegou a 2005 com -3,4%. O único superávit registrado foi de 0,2% em 2007. A França acompanhou bastante a tendência da economia alemã, ultrapassando o teto do Pacto em 2002 com um déficit de -3,1%, atingindo o recorde de -3,9% em 2003 e em 2005 chegou ao resultado de -3,2%. Holanda registrou déficits de 2001 a 2005, porém, atingiu o teto de 3% apenas em 2003. A Finlândia foi o único país a registrar superávits expressivos durante o período; partiu de 5% em 2001, foi reduzindo esse resultado gradualmente até chegar a 2,2% em 2004 e retomou o aumento do superávit até 2007 (5,1%).

Portugal foi outro país que registrou déficits acima do teto estabelecido pelo Pacto, no entanto, esse resultado ocorreu durante todo o período. O déficit foi de 4,8% em 2001, chegou ao seu valor mais alto de 6,2% em 2004 e 2005 e foi reduzido para 3% em 2007. A Itália obteve déficits acima do teto de 2001 (-3,4%) a 2006 (-3,6%) atingindo seu valor mais alto em 2005 (-4,2%). O resultado espanhol foi o segundo melhor entre os países analisados, partiu de um déficit moderado em 2001 (-0,5%) a superávits de 2,2% (2006) e 1,9% (2007). Como esperado, o resultado fiscal de todos os países se deteriorou em 2008, apenas a Finlândia e a Holanda apresentaram superávits.

**Tabela 8 - Resultado Fiscal do Setor Público/PIB (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	-3,1	-0,5	-1,4	-3,4	-0,3	-4,8	5,0
2002	-3,9	-0,4	-3,1	-3,1	-2,1	-3,3	4,1
2003	-4,2	-0,4	-3,9	-3,4	-3,0	-4,4	2,4
2004	-3,7	0,0	-3,5	-3,6	-1,7	-6,2	2,2
2005	-3,4	1,2	-3,2	-4,2	-0,3	-6,2	2,6
2006	-1,7	2,2	-2,3	-3,6	0,2	-4,3	3,9
2007	0,2	1,9	-2,5	-1,5	0,2	-3,0	5,1
2008	-0,2	-4,4	-3,2	-2,7	0,2	-3,8	4,2

Fonte: Eurostat (2017a); elaboração própria.

O peso da dívida pública sobre o PIB (Tabela 9) aumentou em 4 dos 7 países analisados. Na Alemanha dívida correspondia a 57,7% do PIB em 2001, em 2003 ela ultrapassou o teto do Pacto (63,1%) e chegou a 2008 com 65,1%. A França Partiu de uma dívida de 58,1% do PIB, em 2001, e atingiu o patamar de 68% em 2008. A Holanda se manteve, durante todo o período, abaixo do teto de 60%, no entanto aumentou a sua dívida de 49,2% (2001) para 54,8% (2008). Portugal, dentre os países que sofreram deterioração fiscal, foi o mais destacado, partindo de uma dívida de 53,4% (2001) para 71,7% (2008). Dentre os países que obtiveram uma melhora desse indicador a Espanha é o caso mais expressivo, reduzindo sua dívida de 54,2% (2001) para 39,5% (2008). A Finlândia reduziu sua dívida de 41% (2001) para 32,7% (2008). Já a Itália a redução foi de 104,7% (2001) para 102,4% (2008), atingindo seu menor nível em 2007 com 99,8%.

**Tabela 9 - Dívida Pública/PIB (%) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	57,7	54,2	58,1	104,7	49,2	53,4	41,0
2002	59,4	51,3	60,0	101,9	48,5	56,2	40,2
2003	63,1	47,6	64,1	100,5	49,7	58,7	42,8
2004	64,8	45,3	65,7	100,1	49,9	62,0	42,7
2005	67,0	42,3	67,1	101,9	49,3	67,4	40,0
2006	66,5	38,9	64,4	102,6	44,8	69,2	38,2
2007	63,7	35,6	64,3	99,8	42,7	68,4	34,0
2008	65,1	39,5	68,0	102,4	54,8	71,7	32,7

Fonte: Eurostat (2017a); elaboração própria.

Os resultados das Contas Correntes conforme os dados do FMI (Tabela 10), também foram divergentes. A Alemanha obteve apenas um déficit no ano de 2001 e chegou a 2007 com

um superávit recorde de 133 bilhões de euros. A Espanha ampliou seu déficit de 30 (2001) para 103 bilhões de euros (2007). A França iniciou o período com um superávit de 23 bilhões de euros, no entanto chegou em 2007 com um déficit de 5 bilhões de euros. A Itália obteve um pequeno superávit apenas em 2001 e chegou a 2007 com um déficit de 22 bilhões de euros. Holanda foi o único país, ao lado da Alemanha, logrou superávits consideráveis no período. Portugal ampliou bastante seu déficit de 2001 a 2007. Já a Finlândia apresentou uma ligeira redução dos seus superávits, de 11 bilhões de euros (2001) para 4 bilhões de euros (2007).

**Tabela 10 - Conta Corrente (milhões de euros) (2001-2008)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2001	-7.911	-30.714	23.279	6.815	-	-14.174	11.641
2002	41.655	-28.011	18.719	-3.631	-	-12.105	12.194
2003	31.347	-31.201	14.195	-8.469	-	-10.474	7.036
2004	101.204	-48.120	7.520	-5.023	40.231	-12.691	9.161
2005	105.730	-69.733	-321	-13.414	38.892	-15.678	5.013
2006	135.960	-90.619	663	-23.268	53.164	-17.743	6.572
2007	169.636	-104.426	-5.818	-22.366	42.714	-17.089	7.161
2008	143.318	-103.255	-19.078	-45.996	32.216	-21.691	4.352

Fonte: International Monetary Fund (2017); elaboração própria.

### 4.3 Análise da política monetária e das diretrizes fiscais pós-CFI

Segundo os dados do BCE (Tabela 11), a taxa das principais operações de refinanciamento continuou a cair em 2009, evidenciando a política monetária mais expansionista em resposta a CFI. Em 2009 a primeira alteração do ano definiu uma taxa de 2% e a última uma taxa de 1%. Em 2011 houve uma tentativa de retornar a um viés mais contracionista, com a primeira alteração do ano elevando a taxa para 1,25%, no entanto, ao final do ano a taxa voltou a 1%. A partir de então, e em grande parte, em resposta à baixa performance da Zona do Euro como um todo em termos de crescimento do PIB, inflação muito abaixo da meta e da crise da dívida em países como Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha, a política monetária passou a ser relaxada. Em 2012 a taxa ficou em 0,75%; 2013 iniciou com uma taxa de 0,5% e findou com uma taxa de 0,25%; a primeira e a última alterações de 2014 reduziram a taxa para, respectivamente, 0,15% e 0,05% e em 2016 a taxa atingiu o seu recorde de baixa de 0%. A taxa de juros real, portanto, para a grande maioria dos países, entrou em território negativo.

**Tabela 11 - Taxa de Juros das principais operações de refinanciamento do BCE (2009-2016)**

Ano	Primeira alteração do ano	Última alteração do ano
2009	2,00%	1,00%
2011	1,25%	1,00%
2012	0,75%	0,75%
2013	0,50%	0,25%
2014	0,15%	0,05%
2015	0,05%	0,05%
2016	0,00%	0,00%

Fonte:European Central Bank (2017); elaboração própria.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento, o qual baliza as políticas fiscais dos países membros da Zona do Euro, passou por uma reforma em 2007. As críticas ao modelo do Pacto se acentuaram, ficando claro que o modelo *one-size-fits-all* não era capaz de garantir a sustentabilidade fiscal de médio prazo do bloco. As principais reformas no Pacto foram: (i) estabelecer objetivos fiscais de médio prazo específicos para cada país, condizentes com as suas condições econômicas, que podem ser deficitários contanto que respeitem o teto de 3% do PIB. (ii) estabelecimento de uma regra segundo a qual cada país deve perseguir uma melhora anual de 0,5% do PIB no seu resultado fiscal (criando a necessidade do país prestar esclarecimentos à Comissão caso essa meta não seja cumprida). (iii) Suspensão do objetivo fiscal de médio prazo e da meta de melhora anual do resultado fiscal para países passando por reformas estruturais. (iv) Extensão dos prazos procedimentais em caso de Procedimento de Déficit Excessivo. (v) Aumento das variáveis a serem consideradas ao avaliar a situação de um país que obtenha uma baixa performance nos indicadores. (vi) o aumento do prazo para a correção do déficit excessivo. E (vii) a possibilidade de a Comissão rever suas recomendações em casos de eventos econômicos inesperados (MORRIS; ONGENA; SCHUKNECHT, 2006).

No contexto específico dos anos imediatamente seguintes a CFI, a UE adotou diretrizes de política fiscal mais expansionistas com a intenção de combater os efeitos da crise sobre a economia real. Foi enfatizada a necessidade de utilizar toda a flexibilidade permitida no Pacto de Estabilidade e Crescimento (BARROSO, 2008) e foi lançado o Plano de Recuperação Econômica Europeia. O Plano previu um impulso orçamentário imediato de 200 bilhões de euros (1,5% do PIB da UE), sendo 170 bilhões de euros (cerca de 1,2% do PIB da UE) proveniente dos Estados membros e 30 bilhões de euros por parte da UE (cerca de 0,3% do PIB da UE) (COMISSÃO EUROPEIA, 2008).



Segundo os dados da Eurostat (Tabela 12), pode-se perceber um esforço para manter o nível da demanda agregada por meio do gasto público principalmente de 2008 para 2009. Todos os países apresentaram um aumento nos gastos públicos em relação ao PIB. Ao fim do período, pode-se perceber que alguns países voltaram a apresentar resultados de gastos públicos similares aos de 2008, como Alemanha, Holanda e Portugal. Já França e Finlândia apresentaram em 2016 resultados de gastos significativamente mais elevados que aquelas de 2008.

**Tabela 12 - Gastos Governamentais Gerais/PIB (%) (2008-2016)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2008	43,6	41,1	53,0	47,8	43,6	45,3	48,3
2009	47,6	45,8	56,8	51,2	48,2	50,2	54,8
2010	47,3	45,6	56,4	49,9	48,2	51,8	54,8
2011	44,7	45,8	55,9	49,4	47,0	50,0	54,4
2012	44,3	48,1	56,8	50,8	47,1	48,5	56,2
2013	44,7	45,6	57,0	51,0	46,3	49,9	57,5
2014	44,4	44,9	57,1	50,9	46,2	51,8	58,1
2015	44,0	43,8	56,7	50,5	45,3	48,3	57,0
2016	44,3	42,4	56,2	49,6	43,6	45,1	56,1

Fonte: Eurostat (2017a); elaboração própria.

#### 4.4 Análise dos indicadores econômicos pós-CFI

O índice harmonizado de preços ao consumidor ficou bastante baixo no ano seguinte ao estopim da crise. Em 2009, Portugal e Espanha enfrentaram deflação de, respectivamente 0,2% e 0,9%, o país que apresentou a maior taxa de inflação foi a Finlândia com 1,6%. Nos anos de 2011 e 2012 houve uma aparente recuperação das taxas de inflação. Em 2011 as taxas variaram de 2,3%, na França, a 3,6%, em Portugal; e em 2012 as taxas variaram de 2,1%, na Alemanha, a 3,3% na Itália. Em 2013, no entanto, as taxas voltaram a cair bastante abaixo da meta de médio prazo do BCE. Espanha e Portugal voltaram a enfrentar deflação de 0,2% e o país que apresentou a maior taxa de inflação foi a Finlândia (1,2%). Em 2015 as taxas caíram ainda mais, com exceção de Portugal (0,5%), chegando a 0,1% na Alemanha, França e Itália, 0,2% na Holanda e deflação na Finlândia (0,2%) e Espanha (0,6%). Em 2016 houve uma leve elevação da inflação, sendo que Portugal apresentou a maior taxa (0,6%) e Espanha e Itália apresentaram deflação.

**Tabela 13 - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (%) (2009-2016)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2009	0,2	-0,2	0,1	0,8	1,0	-0,9	1,6
2010	1,1	2,0	1,7	1,6	0,9	1,4	1,7
2011	2,5	3,0	2,3	2,9	2,5	3,6	3,3
2012	2,1	2,4	2,2	3,3	2,8	2,8	3,2
2013	1,6	1,5	1,0	1,2	2,6	0,4	2,2
2014	0,8	-0,2	0,6	0,2	0,3	-0,2	1,2
2015	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,5	-0,2
2016	0,4	-0,3	0,3	-0,1	0,1	0,6	0,4

Fonte: Eurostat (2017b); elaboração própria.

As taxas de crescimento em 2009 foram todas negativas devido à CFI e variaram entre -2,9% na França e -8,3% na Finlândia. O único país que apresentou uma forte recuperação em 2010 e 2011 foi a Alemanha, com taxas de 4,1% e 3,7%, respectivamente. Nos anos de 2010 e 2011 França (2% e 2,1%), Holanda (1,4% e 1,7%) e Finlândia (3% e 2,6%) também apresentaram uma recuperação moderada. Já Itália (1,7% e 0,6%), Espanha (0% e -1%) e Portugal (1,9% e -1,8%) não demonstram uma recuperação consistente nesses dois anos, com Espanha e Portugal voltando ao crescimento negativo em 2011. 2012, quando se iniciou a crise da dívida na Zona do Euro apresentou crescimento negativo em 4 países, variando de -1,1%, na Holanda, até -4% em Portugal. Apenas Alemanha e França apresentaram algum crescimento, porém bem pouco expressivo. Em 2013 a recuperação foi muito modesta, a Alemanha continuou com crescimento de 0,5%, a França apresentou um crescimento de 0,6% e os outros países continuaram apresentando decréscimo (variando entre -0,2%, na Holanda, e -1,7%, na Itália e Espanha). Em 2014 e 2015 a maioria dos países apresentou uma recuperação com Espanha e Holanda tendo taxas de crescimento, respectivamente, de 3,2% e 2% em 2015. Finlândia e Itália, no entanto, continuaram a apresentar taxas de crescimento baixas em 2016 (0,3% e 0,7%, respectivamente).

**Tabela 14 - Variação anual no PIB (%) (2009-2015)**

Ano	Alemanha	França	Holanda	Finlândia	Itália	Espanha	Portugal
2009	-5,6	-2,9	-3,8	-8,3	-5,5	-3,6	-3,0
2010	4,1	2,0	1,4	3,0	1,7	0,0	1,9
2011	3,7	2,1	1,7	2,6	0,6	-1,0	-1,8
2012	0,5	0,2	-1,1	-1,4	-2,8	-2,9	-4,0
2013	0,5	0,6	-0,2	-0,8	-1,7	-1,7	-1,1
2014	1,6	0,6	1,4	-0,6	0,1	1,4	0,9
2015	1,7	1,3	2,0	0,3	0,7	3,2	1,6

Fonte: World Bank Group (2017a); elaboração própria.

As taxas de desemprego apresentaram grande discrepância entre os países nesse período (Tabela 15). A Alemanha, por exemplo, iniciou o período com uma taxa de 7,9% e a reduziu consecutivamente até atingir 4,1% em 2016. A Espanha apresentou uma taxa de 17,9% em 2009 e esse número foi aumentando até atingir 26,1%, em 2013 quando voltou a cair. Em 2016 a taxa foi de 19,6%. A França apresentou uma taxa de 9,1% em 2009 e esse número chegou a 10,4 em 2015. Na Itália, a taxa foi de 7,7% em 2009, chegou ao pico de 12,7% em 2014 e foi reduzida até 11,7% em 2016. A Holanda apresentou a menor taxa em 2009, de 4,4%. A taxa aumentou até 2014, quando atingiu 7,4% e chegou a 2016 em 6%. Portugal apresentou uma taxa de 10,7% em 2009, atingiu seu auge de 16,4% em 2013 e chegou a 2016 com 11,2% de desemprego. Na Finlândia a taxa variou bastante, foi de 8,2% em 2009, 7,7% em 2012 e 9,4% em 2015.

**Tabela 15 - Taxa de Desemprego (%) (2009-2016)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2009	7,6	17,9	9,1	7,7	4,4	10,7	8,2
2010	7,0	19,9	9,3	8,4	5,0	12,0	8,4
2011	5,8	21,4	9,2	8,4	5,0	12,9	7,8
2012	5,4	24,8	9,8	10,7	5,8	15,8	7,7
2013	5,2	26,1	10,3	12,1	7,3	16,4	8,2
2014	5,0	24,5	10,3	12,7	7,4	14,1	8,7
2015	4,6	22,1	10,4	11,9	6,9	12,6	9,4
2016	4,1	19,6	10,1	11,7	6,0	11,2	8,8

Fonte: Eurostat (2017c); elaboração própria.

Nos 3 anos seguidos à CFI, todos os países apresentaram déficits fiscais, sendo que apenas a Alemanha e a Finlândia, no ano de 2011, apresentaram um déficit menor que 3% do PIB. Em 2009 Espanha e Portugal apresentaram os maiores déficits (11% e 9,8%, respectivamente) e Finlândia e Alemanha os menores (2,5% e 3,2% respectivamente). Em 2010

Espanha, França, Itália e Holanda reduziram levemente seu déficit e Alemanha, Finlândia e Portugal o ampliaram. No ano de 2012 a Alemanha apresentou um resultado equilibrado (0%), porém todos os outros países apresentaram déficits. Os maiores foram na Espanha (10,5%) e em Portugal (5,7%). Em 2013 todos os países voltaram a apresentar déficits, variando de 0,2% na Alemanha a 7% na Espanha. Em 2014 e 2015, Espanha (6% e 5,1%) e Portugal (7,2% e 4,4%) continuaram apresentando os maiores déficits e a Alemanha foi o único país a apresentar superávit (0,3% e 0,7%). Em 2016, Espanha (4,5%) e França (3,6%) apresentaram os maiores déficits e a Alemanha continuou a ser o único país a apresentar um superávit (0,8%).

**Tabela 16 - Resultado Primário do Setor Público/PIB (%) (2009-2016)**

Ano	Alemanha	Espanha	França	Itália	Holanda	Portugal	Finlândia
2009	-3,2	-11,0	-7,2	-5,3	-5,4	-9,8	-2,5
2010	-4,2	-9,4	-6,8	-4,2	-5,0	-11,2	-2,6
2011	-1,0	-9,6	-5,1	-3,7	-4,3	-7,4	-1,0
2012	0,0	-10,5	-4,8	-2,9	-3,9	-5,7	-2,2
2013	-0,2	-7,0	-4,0	-2,9	-2,4	-4,8	-2,6
2014	0,3	-6,0	-3,9	-3,0	-2,3	-7,2	-3,2
2015	0,7	-5,1	-3,6	-2,7	-2,1	-4,4	-2,7
2016	0,8	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	-2,0	-1,9

Fonte: Eurostat (2017a). Elaboração Própria.

Como resultado dos déficits apresentados na Tabela anterior, os percentuais da dívida pública sobre o PIB também sofreram importantes aumentos para a maioria dos países. Na Espanha a dívida passou de 52,8%, em 2009, para 99,4%, em 2016. Na França o indicador aumentou de 78,9%, em 2009, para 96%, em 2016. Na Itália a dívida passou de 112,5% do PIB, em 2009, para 132,6%, em 2016. A Holanda, que representava 56,9% do PIB em 2009, ultrapassou o teto do Pacto e chegou a 62,3 em 2016. Portugal viu sua dívida aumentar de 83,6% para 130,4% do PIB no período. E a Finlândia, que apresentou uma dívida de 41,7% do PIB em 2009 também ultrapassou o limite do Pacto e chegou a 63,6% em 2016. Apenas a Alemanha conseguiu reduzir a sua dívida em relação ao PIB, partindo de 72,6% em 2009 e atingindo 68,3 em 2016.

**Tabela 17 - Dívida Pública/PIB (%) (2009-2016)**

<b>Ano</b>	<b>Alemanha</b>	<b>Espanha</b>	<b>França</b>	<b>Itália</b>	<b>Holanda</b>	<b>Portugal</b>	<b>Finlândia</b>
2009	72,6	52,8	78,9	112,5	56,9	83,6	41,7
2010	81,0	60,1	81,6	115,4	59,3	96,2	47,1
2011	78,7	69,5	85,2	116,5	61,6	111,4	48,5
2012	79,9	85,7	89,5	123,4	66,4	126,2	53,9
2013	77,5	95,5	92,3	129,0	67,7	129,0	56,5
2014	74,9	100,4	94,9	131,8	67,9	130,6	60,2
2015	71,2	99,8	95,6	132,1	65,2	129,0	63,7
2016	68,3	99,4	96,0	132,6	62,3	130,4	63,6

Fonte: Eurostat (2017a); elaboração própria.

Na Conta Corrente, a tendência foi de melhora para todos os países, com exceção da França e da Finlândia. A Alemanha ampliou seu superávit de 141 bilhões de euros, em 2009, para 261 bilhões de euros, em 2016. A Holanda também ampliou seu superávit entre 2009 (33 bilhões de euros) e 2016 (58 bilhões de euros). A Espanha reverteu um déficit de 46 bilhões de euros, em 2009, para um superávit de 21 bilhões de euros, em 2016. Itália também apresentou um déficit de 29 bilhões de euros em 2009 e apresentou um superávit de 43 bilhões de euros em 2016. Já Portugal, que apresentou um déficit, em 2009, de 19 bilhões de euros, obteve um superávit de 1,5 bilhão de euro em 2016. A França obteve resultados bastante oscilantes ao longo dos anos desse período e apresentou em 2016 um déficit um pouco maior que em 2009. Já a Finlândia foi o único país a apresentar superávit no dois primeiros anos e déficits nos anos restantes, chegando a 2016 com um déficit de 2,2 bilhões de euros.

**Tabela 18 - Conta Corrente (milhões de euros) (2009-2016)**

<b>Ano</b>	<b>Alemanha</b>	<b>Espanha</b>	<b>França</b>	<b>Itália</b>	<b>Holanda</b>	<b>Portugal</b>	<b>Finlândia</b>
2009	141.234	-46.191	-16.121	-29.713	33.816	-18.285	3.464
2010	144.890	-42.388	-16.703	-54.815	44.503	-18.260	2.325
2011	164.581	-34.040	-20.362	-49.301	55.912	-10.573	-3.502
2012	193.592	-2.404	-25.472	-5.822	66.701	-3.018	-3.864
2013	189.617	15.591	-18.483	15.451	64.403	2.660	-3.259
2014	218.026	11.245	-22.793	30.503	58.944	105	-2.587
2015	259.963	14.724	-4.352	23.734	59.568	125	-1.244
2016	261.361	21.785	-20.374	43.084	58.697	1.556	-2.289

Fonte: International Monetary Fund (2017); elaboração própria.

#### 4.5 Conclusões preliminares

De acordo com os dados analisados, podemos notar que, no período pré-CFI, a política monetária foi muito mais adequada para Alemanha e França ao passo que para Itália, Espanha e Portugal a política monetária se mostrou muito expansionista (para a meta de médio prazo estabelecida pelo BCE de 2% ao ano). Nos casos de Finlândia e Holanda as variações foram grandes, porém, a taxa de inflação desses países parece ter correspondido política monetária de forma intermediária, comparativamente à Alemanha e França. Para o período pós-CFI, as taxas de inflação apresentaram trajetórias semelhantes em todos os países: inflação bastante baixa em 2009 e 2010, elevação em 2011, 2012 e 2013 e deflação em 2014, 2015 e 2016.

No que diz respeito à convergência das taxas de crescimento no período pré-CFI, Finlândia e Espanha apresentam taxas significativamente mais elevadas que os outros países ao longo de todo período. Ao passo que Alemanha, França e Holanda parecem seguir tendências parecidas de desaquecimento nos primeiros anos e recuperação na segunda metade do período. Já para Itália o período é predominantemente de baixo crescimento e em Portugal os resultados variam bastante. No período pós-CFI, o ano de 2009 foi de recessão para todos os países. Já em 2010 e 2011 a maioria dos países apresentou alguma recuperação (de moderada a forte) com exceção da Espanha e de Portugal que voltaram a decrescer em 2011. 2012 e 2013 foram marcados pela crise das dívidas soberanas e todos os países entraram em recessão, com exceção de Alemanha e França, que ainda assim apresentaram taxas de crescimento muito baixas. 2014 e 2015 foram anos de recuperação, no entanto, para Itália, França e Finlândia a recuperação foi bastante modesta, ao passo que para Alemanha, Holanda e Espanha a recuperação foi mais forte.

As taxas de desemprego são bastante diferentes entre os países, variando entre mínimos e máximos de, por exemplo, 3,1% a 5,9% na Holanda e 8,2% e 11,3% na Espanha. A trajetória das taxas também não é uniforme entre os países. Alemanha, França e Holanda atingem seus ápices entre 2004 e 2005, enquanto Espanha e Itália apresentam seus ápices nos primeiros anos e Portugal e Finlândia apresentam, respectivamente, crescimento e redução consecutivos até 2007. A evolução das taxas de desemprego pós-CFI foi bastante divergente entre os países. A Alemanha reduziu sua taxa de desemprego de 7,6%, em 2009, para 4,1% em 2016, já a Holanda apresentou um aumento da taxa durante o período, no entanto, ainda assim se manteve baixa (6% em 2016). Para a Espanha a taxa se manteve acima de 19% de 2010 em diante, chegando a 26,1% em 2013. França e Espanha ultrapassaram a marca dos 10% em 2013 e 2012,

respectivamente. Para Portugal a taxa se manteve acima de 10% em todo o período, atingindo 16,4% em 2013. Já na Finlândia, houve um aumento moderado e as variações foram leves (mínimo de 8,2% e máximo de 9,4%).

No que tange o déficit fiscal do período pré-CFI, Alemanha, França, Itália e Portugal apresentaram déficits excessivos pela maior parte do período, já Holanda e Espanha converteram seus déficits moderados em superávits também moderados e a Finlândia apresentou superávits significativos durante todo o período. Em relação à Dívida Pública como porcentagem do PIB, Alemanha, França e Portugal aumentaram sua dívida a ponto de ultrapassar o limite de 60% do PIB no período. Itália já possuía uma dívida bastante elevada de mais de 100% do PIB e a reduziu levemente. A Holanda enfrentou um aumento moderado. Já Espanha e Finlândia reduziram o percentual de sua dívida sobre o PIB para um patamar inferior a 40% durante o período. Para o período pós-CFI, todos os países com exceção da Finlândia apresentaram déficits acima do limite durante 2009 e 2010. A magnitude variou bastante, no entanto, de 3,2% na Alemanha para 11% na Espanha. De todos os países a Alemanha foi o único que logrou apresentar superávits consecutivos a partir de 2014, para a Holanda houve superávit apenas em 2016. Espanha e França apresentaram déficits acima do limite de 3% em todos os anos, apesar de haver uma redução nos últimos anos. Portugal apresentou déficits acima do teto em todos os anos, com exceção de 2016. A Itália apresentou resultados próximos ao limite para quase todos os anos e a Finlândia deteriorou sua posição até atingir um déficit de 3,2% em 2014 e após isso voltou a apresentar uma redução do déficit. Em relação a dívida pública sobre o PIB, os países que foram protagonistas na crise das dívidas soberanas (Portugal, Espanha e Itália) sofreram aumentos significativos desse indicador no período, chegando a mais de 130% na Itália e em Portugal e atingindo 100% na Espanha. A França, apesar de não estar no centro da crise da dívida soberana, aumentou a sua dívida de 78,9% para 96% no período. Finlândia e Holanda ambos experimentaram aumento de sua dívida e ultrapassaram o limite de 60% (63,6% e 62,3%, respectivamente) no período. A Alemanha foi o único país a reduzir o percentual de sua dívida em relação ao PIB no período (de 72,6% em 2009 para 68,3% em 2016).

No que tange a Conta Corrente, no período pré-CFI, Portugal, Espanha e Itália ampliaram seus déficits significativamente, ainda que em magnitudes diferentes. Alemanha ampliou seus superávits e a Holanda os manteve, ao passo que a Finlândia reduziu os seus. Já a França passou de uma posição superavitária para uma posição deficitária. No período pós-CFI quase todos os países lograram melhorar seus resultados, em magnitudes muito diferentes. A Alemanha experimentou um superávit, em 2016, de 90 bilhões de euros a mais que em 2009;

na Holanda esse número foi de, aproximadamente, 15 bilhões de euros. Portugal, Itália e Espanha reverteram seus resultados deficitários da primeira metade do período para superavitários nos anos finais. A França, apesar de algumas variações, se manteve deficitária em magnitudes similares na maioria dos anos. Já a Finlândia foi o único país a reverter um resultado superavitário dos primeiros anos do período em um resultado deficitário a partir de 2011.

Pode-se perceber, portanto, que tanto durante o período pré-CFI quanto durante o período pós-CFI as políticas monetária e fiscal não foram bem-sucedidas em promover a convergência dos indicadores macroeconômicos dos países. De 2001 a 2008 houve divergências significativas entre as taxas de inflação, crescimento, resultado fiscal e dívida pública sobre o PIB. O único indicador que apresentou divergências moderadas nesse período foi a taxa de desemprego, no entanto, ela evolui em tendências diferentes nos países. Já para o período pós-CFI pode se perceber que as taxas de inflação e as suas tendências ao longo dos anos são mais próximas entre os países. Pode-se argumentar que elas são um reflexo direto da CFI e da Crise das Dívidas Soberanas do que das políticas econômicas em si, já que as taxas de juros reais entraram em território negativo nos últimos anos para a maioria dos países. Para a taxa de crescimento do PIB não houve divergências tão grandes nesse período. Para a taxa de desemprego, o resultado fiscal e a dívida pública sobre o PIB, apesar de as tendências de evolução dos indicadores terem sido, em geral, no mesmo sentido, as magnitudes são muito divergentes. Esse cenário se repete para os resultados das Contas Correntes. E é importante pontuar que mesmo que a maioria dos países esteja convergindo em um dos indicadores em um determinado período de tempo, a divergência em outros indicadores impede a identificação de um cenário de convergência.



## 5 CONCLUSÃO

Os principais critérios para a criação de uma AMO são, conforme o trabalho de Mundell (1961), as perfeitas mobilidades dos fatores capital e trabalho entre as diferentes regiões para atuarem como estabilizadores automáticos. Essas duas premissas, no entanto, são virtualmente impossíveis de se materializarem na economia real. A partir deste arcabouço teórico, no entanto, foram desenvolvidos trabalhos visando aprofundar as uniões monetárias e suas condições ideais. Segundo McKinnon (1963), os conceitos de mobilidade ocupacional e os tipos de indústria desenvolvidos em uma área são importantes para estabelecer em que grau a realocação da mão de obra é factível. Além disso, a importância de mecanismos de transferências fiscais entre as diferentes áreas de uma união monetária é um importante instrumento para mitigar efeitos negativos de um eventual choque assimétrico sofrido pela união. Mais recentemente uma série de variáveis mais compreensivas à realidade econômica dos países foram analisadas, como o tamanho dos mercados internos, o grau de abertura econômica, as correlações de produto, os tipos de comércio praticados, os processos inflacionários e ao grau de diversificação da estrutura produtiva de uma economia. Todas essas variáveis podem influir nos custos e benefícios para um país ingressar em uma união monetária e abrir mão de sua autonomia na política monetária.

Apesar de a AMO ter sido a principal teoria utilizada para discutir e estruturar a UME, atualmente referida como ZE, é compreensível que os países membros estejam muito aquém de apresentarem perfeitas mobilidades de capital e, principalmente, de trabalho. No caso específico da mobilidade de capital, a integração dos mercados financeiros, após a remoção das barreiras e da criação da moeda única, foi extremamente ampliada. No caso do fator trabalho, no entanto, a pluralidade de línguas, culturas, formações educacionais, instituições do mercado de trabalho e distância ainda são fatores impeditivos para a sua perfeita (ou quase perfeita) mobilidade. Ao criar a UME, mecanismos compensatórios para essas “deficiências” não foram estabelecidos; pelo contrário, a crença em estabilizadores automáticos prevaleceu.

A etapa mais avançada de um processo de integração político-econômico que teve início no período pós-guerra é a ZE. Durante esse período o avanço na integração econômica não foi constante e sistemático: pressões políticas, econômicas e sociais alteraram diversas vezes o curso e a velocidade desse processo. Com a formação da UME foi criado o BCE para ser a máxima autoridade monetária do Bloco, com poderes de emissão e independência política. Devido ao grande poder da Alemanha nas decisões da UE, o BCE foi espelhado no *Bundesbank* durante sua criação. Foi assegurado ao BCE, além do caráter estritamente estabilizador, o

objetivo primário e principal de manter a estabilidade de preços. Derivado desta característica, o BCE é uma instituição independente para não ceder a pressões políticas (principalmente fiscais) dos Estados membros, bem como está sujeito a uma política de *no bail-out*.

A grande especificidade da ZE é que a criação de uma autoridade monetária central não foi acompanhada da criação de uma autoridade fiscal central. Apesar de a UE possuir um orçamento próprio, ele corresponde a 1% do PIB do Bloco, ela não possui capacidade de executar uma política fiscal comum para o Bloco, que seja efetiva. Diante da ausência de uma autoridade fiscal central, o PEC é o principal norteador das políticas fiscais do Bloco. As políticas fiscais são formuladas e implementadas em nível nacional pelos governos dos Estados membros, sendo que o PEC, no entanto, estabelece um limite máximo para alguns indicadores. O déficit primário e a dívida pública dos países não devem ultrapassar 3% e 60% do PIB, respectivamente. Ao não serem respeitados os limites, os Estados membros podem incorrer em sanções e medidas corretivas. Apesar dos artigos que determinam as exceções para esses valores de referência em casos de desaceleração econômica, o PEC demonstra a crença da UE e da UME serem estabilizadores automáticos e a eficiência dos mercados para responder a situações econômicas adversas. É importante notar que mesmo após a reforma do PEC, que reconheceu algumas de suas limitações e buscou flexibilizar as suas diretrizes para acomodar a grande diversidade de realidades econômicas, em 2007 as premissas básicas não foram alteradas e a falta de coordenação entre as políticas fiscais implementadas nacionalmente no Bloco se mantém um empecilho para a integração.

A CFI de 2007-2008, a qual teve seu estopim com a quebra do Banco Lehman Brothers, foi decorrente da desregulamentação sistemática dos mercados financeiros e da globalização financeira em curso desde a década de 1970. A maior mobilidade e a menor supervisão sobre as instituições financeiras acarretaram na maior competição por lucros que, por sua vez, incentivou a criação de uma série de inovações financeiras, visando proporcionar maior grau de alavancagem. O modelo amplamente utilizado por bancos estadunidenses e europeus, o *generate-to-distribute*, expandiu os efeitos da crise do segmento específico do mercado imobiliário *subprime* nos EUA para os mercados financeiros de forma geral e em esfera global. A CFI, inicialmente financeira, rapidamente se tornou uma crise generalizada, avançando para um estado de crise patrimonial, afetando seriamente a economia real.

Frente a esse cenário bastante adverso o Continente Europeu foi bastante afetado e em 2009 todos os países tiveram um PIB negativo, inflação baixa e alta na taxa de desemprego. Como resposta à CFI o BCE iniciou, ainda em 2008, uma trajetória de cortes sistemáticos nas taxas de juros, em sincronia com o FED e os BCs de outras importantes economias globais. O

BCE se tornou também prestador de última instância. No que tange à questão fiscal, em 2007, logo antes da CFI atingir os mercados, o PEC havia passado por uma reforma que visou flexibilizá-lo para melhor atender as necessidades específicas das diferentes economias do Bloco. Foi ampliada a gama de indicadores analisados para identificar situações econômicas adversas, houve suspensão dos limites quantitativos para o déficit e para a dívida dos países que passavam por reformas estruturais, os prazos de resposta e correção dos indicadores foram ampliados e a possibilidade de reformulação das recomendações da Comissão foi garantida. Os limites quantitativos foram, no entanto, mantidos e a reforma não previu mecanismos de maior coordenação das políticas fiscais. Nesse contexto, a separação entre as políticas monetária (decida em instância central pelo BCE) e fiscal (formulada e implementada em instância nacional) se manteve.

Ao analisarmos a política monetária e as diretrizes fiscais em comparação com os indicadores econômicos, percebemos que, de fato, essas políticas não foram capazes de ativamente propiciar a convergência dos indicadores econômicos dos países do Bloco. Mesmo se for levada em consideração apenas a amostra de países aqui analisados, percebemos que entre os países considerados centrais e mesmo entre os países considerados periféricos há divergências significativas nos indicadores macroeconômicos para um mesmo período de tempo.

No período pré-CFI, a política monetária parece ter sido mais adequada para Alemanha e França, enquanto para Itália, Espanha e Portugal ela se mostrou muito expansionista e para Finlândia e Holanda, apesar das grandes variações, a política monetária também se mostrou subótima. Durante o período pós-CFI, as taxas de inflação apresentam trajetórias semelhantes em todos os países: uma inflação bastante baixa em 2009 e 2010, uma forte recuperação em 2011, 2012 e 2013 e deflação em 2014, 2015 e 2016. Essa trajetória, no entanto, aparenta estar mais relacionada com os efeitos da CFI, da crise das dívidas soberanas e do baixo crescimento experimentado pela ZE nesse período, do que pela ação da política monetária. As taxas de juros do BCE chegaram a recordes de baixa nos últimos anos do período e, ainda assim, as taxas de inflação permaneceram baixas.

As taxas de crescimento, durante o período pré-CFI, foram bastante discrepantes. Espanha e Finlândia apresentaram taxas significativamente mais elevadas que os demais países, ao passo que Alemanha, França e Holanda enfrentaram uma forte desaceleração até a metade do período. Alemanha e Portugal, inclusive, registraram crescimento negativo em 2003. A Itália teve, durante todo o período, taxas bastante modestas de crescimento. Ao sentir os efeitos da CFI, todos os países tiveram crescimento negativo no ano de 2009, ainda que em magnitudes

muito diferentes. Em 2010 e 2011, quando a maioria dos países aparentava uma recuperação, Portugal e Espanha apresentaram resultados bem abaixo da média, voltando a decrescer em 2011. Já 2012 e 2013 foram anos caracterizados pela crise das dívidas soberanas, levando quase todos os países a terem taxas negativas, sendo que Alemanha e França estagnaram. 2014 e 2015 foram anos de recuperação forte para Alemanha, Espanha e Holanda, moderada para Portugal e bastante modesta para Finlândia, França e Itália.

As taxas de desemprego registradas no período pré-CFI pelos países também variam bastante em magnitude de 3,1% a 5,9% para Holanda até de 8,2% a 11,3% na Espanha. Da mesma forma, as trajetórias de variação das taxas são diferentes. Alemanha, França e Holanda registram suas taxas mais altas entre 2004 e 2005, Espanha e Itália nos anos iniciais e Finlândia e Portugal apresentaram, respectivamente, redução e crescimento consecutivos até 2007. Ao longo do período posterior à CFI, as taxas de desemprego divergiram de maneira significativa entre os países. A Alemanha reduziu sua taxa de 7,9%, em 2009, para 4,1%, em 2016. Para a Holanda, apesar de ter havido um aumento, as taxas continuaram baixas (6% em 2016). A Espanha apresentou taxas acima de 19% de 2010 em diante e chegou ao recorde de 26,1% em 2013. França apresentou taxas maiores que 10% em 2013. Portugal apresentou uma taxa acima de 10% durante todo o período e chegou a 16,4% em 2013. O aumento na Finlândia não foi muito acentuado e as taxas não ultrapassaram 9,4%.

Durante a maior parte do período pré-CFI, Alemanha, França, Itália e Portugal apresentaram déficits excessivos e Alemanha, França e Portugal ultrapassaram o limite de 60% da dívida pública sobre o PIB (a Itália sempre esteve acima desse limite). Em 2003, no entanto, o ECOFIN decidiu contrariar as recomendações da Comissão e isentar França e Alemanha das penalidades previstas no PEC. O argumento utilizado na época foi de que as economias desses países eram muito importantes para a Europa e se eles entrassem em recessão haveria prejuízo para todo o Continente. Ao mesmo tempo, Espanha e Finlândia reduziram o percentual de sua dívida para um patamar inferior a 40% graças a consecutivos superávits fiscais.

Nos anos seguintes à CFI, 2009 e 2010, o único país que não apresentou déficits fiscais acima do limite foi a Finlândia. Dentre os demais países, os déficits variaram de 3,2% na Alemanha até 11% na Espanha. Durante o período a Alemanha foi o único país a apresentar superávits consecutivos, que são registrados a partir de 2014. A Holanda foi o único outro país a apresentar um superávit, porém apenas para o ano de 2016. Espanha e França apresentaram déficits excessivos para todos os anos e Portugal conseguiu apresentar um resultado abaixo do limite do PEC apenas em 2016. Os resultados fiscais na Itália flutuaram sempre próximos ao limite de 3% do PIB. Já a Finlândia deteriorou seu resultado fiscal até o ano de 2014 (3,2% do

PIB), reduzindo-o a partir de então. Como o período pós-CFI foi marcado pela crise das dívidas soberanas na ZE, Espanha, Itália e Portugal sofreram aumentos significativos na sua dívida pública. Na Itália e em Portugal a dívida chegou a 130% do PIB, enquanto na Espanha ela chegou a 100%. Na França, apesar de não ser uma protagonista da crise das dívidas soberanas devido ao tamanho e a importância de sua economia, a dívida chegou a 96% do PIB no período. Finlândia e Holanda ultrapassaram o limite do PEC, de 60% do PIB, durante o período. O único país a reduzir o peso de sua dívida sobre o PIB foi a Alemanha, chegando a 68,3% em 2016.

Ao analisar a Conta Corrente, entre 2001 e 2007, Espanha, Itália e Portugal ampliaram significativamente seus déficits. Por outro lado, Alemanha e Holanda ampliaram de forma expressiva seus superávits, principalmente a Alemanha. França e Finlândia deterioraram suas posições superavitárias, sendo que no caso da França nos anos finais da série analisada houve déficits. No período posterior à CFI, Alemanha e Holanda continuaram ampliando seus superávits. Espanha, Itália e Portugal lograram reverter seus resultados deficitários (início do período analisado) em superavitários nos anos finais. A França passou por expressivas variações e finalizou o período com um déficit próximo ao dos primeiros anos. A Finlândia foi o único Estado a reverter seu superávit em déficit ao longo do período.

Portanto, uma vez que as premissas básicas da AMO, formuladas por Mundell (1961), não estão presentes na ZE, mecanismos adicionais para lidar com situações de choques assimétricos se fazem necessários. Dado o atual formato institucional da ZE, em que existe uma autoridade monetária central (BCE) e as políticas fiscais continuam a ser formuladas e implementadas no nível nacional, mesmo que norteadas pelas diretrizes do PEC, a coordenação de políticas macroeconômicas se mostra um desafio. Conforme indicam os dados, mesmo antes da CFI de 2007-2008 as trajetórias econômicas dos países variaram expressivamente. Ao serem atingidos pela CFI, mesmo com as mudanças promovidas na política monetária e no PEC, fica claro as diferentes trajetórias que os países enfrentaram no período seguinte à CFI. Alguns países, como Alemanha e Holanda lograram uma recuperação mais forte, enquanto Espanha, Portugal e Itália foram atingidos gravemente pela CFI. Esses países enfrentaram sérios problemas macroeconômicos, afetando todo o Continente. Mesmo que em alguns períodos haja alguma convergência entre os indicadores macroeconômicos da maioria dos países, esses momentos são específicos e não representam as trajetórias ao longo do tempo, bem como não englobam os países em sua totalidade.

## REFERÊNCIAS

- ALESINA, Alberto; BARRO, Robert J.; TENREYRO, Silvana. Optimal Currency Areas. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper**, n.9072. Cambridge: 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9072>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- ARESTIS, Philip et. al. O Euro e a UME: lições para o Mercosul. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.12, n.1 (20), p 1-24, jan/jun. 2003.
- ARESTIS, Philip; BROWN, Andrew; SAWYER, Malcolm. **The Euro: evolution and prospects**. Cheltenham: Edward ElgarPublishing, 2001.
- BANCO CENTRAL EUROPEU (BCE). **Eurosistema: o sistema europeu de bancos centrais**. Frankfurt amMain: 2009. Disponível em: <[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb\\_pt\\_webpt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_pt_webpt.pdf)>. Acesso em: 12 abr. 2017.
- BARRO, Robert. J.; GORDON, David. B. Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**. p.101-121. University of Chicago. Chicago, 1983. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/3a1d/8aab5dd2a53348ba946de365478bbea9f91f.pdf>>. Acesso em: 3 jun. 2017.
- BAZILLIER, Rémi. 2014. For a new investment strategy in Europe: Ending the obsession with competitiveness. In: MÉAULLE, Matthieu. **Austerity is not the solution!** 2. ed. Brussels: Foundation for European Progressive Studies, 2014. p. 55-65. Disponível em: <<http://www.feps-europe.eu/assets/9549a450-68b1-479f-9ab9-9bba1bdff0c0/austerity-is-not-the-solution.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2017.
- BELKE, Ansgar; DREGER, Christian. 2011. Current account imbalances in the euro area: catching up or competitiveness?. **RUHR Economic Papers**, Essen, n. 241, Feb. 2011.
- BLAVOUCUS, Spyros; PAGOULATOS, George. Negotiating in stages: National positions and the reform of the Stability and Growth Pact. **European Journal of Political Research**. n.47, p.247-267, 2008.
- BORDO, Michael D.; MARKIEWICZ, Agnieszka; JONUNG, Lars. 2011. A fiscal union for the euro: some lessons from history. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 17380, Sep. 2011. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17380>>. Acesso em: 15 mar. 2017.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz C. Crise e recuperação da confiança. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.13-15.
- BROZ, Tanja. The theory of Optimum Currency Areas: a literature review. **Privrednakretanja i ekonomskapolitika**, v. 15, n. 104. 2005. Disponível em: <[http://hrcak.srce.hr/index.php?id\\_clanak\\_jezik=28755&show=clanak](http://hrcak.srce.hr/index.php?id_clanak_jezik=28755&show=clanak)>. Acesso em: 10 abr. 2017

CARVALHO, Fernando C. Entendendo a recente crise financeira global. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.24-30.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. A European economic recovery plan. **Communication from the Commission to the European Council**, COM(2008) 800 final. Brussels: 26 nov. 2008. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication13504_en.pdf)>. Acesso em: 15 abr. 2017.

Corden, W., 1972, “Monetary Integration, Essays in International Finance” International Finance Section No. 93, Princeton University.

DEOS, Simone. A contemporaneidade de Minsky. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.20-23.

EICHENGREEN, Barry. **The european economy since 1945: coordinated capitalism and beyond**. Princeton: Princeton University Press, 2007.

EUBANKS, Walter W. The European Union’s response to the 2007-2009 financial crisis. **CRS Report for Congress**. Washington D. C.: Congressional Research Service, 13 ago. 2010.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). **Key ECB interest rates**. Frankfurt am Main: 2017. Disponível em: <[http://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)>. Acesso em: 15 jun. 2017.

EUROPEAN COMMISSION. **Stability and Growth Pact reform: Commission welcomes agreement on new regulations**. Brussels: Press Release Database, 27 jun. 2005. Disponível em: <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-05-798\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-05-798_en.htm)>. Acesso em: 20 abr. 2017.

EUROPEAN PARLIAMENT. **History of economic and monetary union**. 2017. Disponível em: <[http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_4.1.1.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.1.html)>. Acesso em: 10 abr. 2017.

EUROPEAN UNION. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union and Charter of Fundamental Rights of the European Union. **Official Journal of the European Union**, v.55, out. 2002.

EUROSTAT. **Eurostat Database: Government revenue, expenditure and main aggregates**, 2016a. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/overview>>. Acesso em: 15 jun. 2017.

\_\_\_\_\_. **Eurostat Database: Harmonized Indices of Consumer Prices**. Bruxelas, 2016b. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/overview>>. Acesso em: 15 jun. 2017.

\_\_\_\_\_. **Eurostat Database: Labour Market** (including Labour Force Survey). Bruxelas, 2016c. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/labour-market/overview>>. Acesso em: 15 jun. 2017.

EVANS-PITCHARD, Ambrose. France and Germany Smash Euro Pact. **The Telegraph**. 26 nov. 2003. Disponível em: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/2870055/France-and-Germany-smash-Euro-pact.html>>. Acesso em: 18 jun. 2017.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association. December, 28-30, 1969. New York: Blackwell Publishing, 1970. p. 383-417. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2325486>>. Acesso em: 28 mai. 2017.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela M.; FREITAS, Maria Cristina P.; CINTRA, Marcos Antonio M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.31-36.

FÄRM, Göran. 2014. Strengthening the added value of the EU budget. In: MÉAULLE, Matthieu. **Austerity is not the solution!** 2. ed. Brussels: Foundation for European Progressive Studies, 2014. p. 197-211. Disponível em: <<http://www.feps-europe.eu/assets/9549a450-68b1-479f-9ab9-9bba1bdff0c0/austerity-is-not-the-solution.pdf>>. Acesso em: 4 mar. 2017.

FERRARI-FILHO, Fernando, PAULA, Luiz Fernando de. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.54-56.

GONTIJO, Cláudio. Maastricht e o gerenciamento da União Monetária Europeia. **Textos para Discussão**, n.484. Belo Horizonte: UFMG/CEDEPLAR, 2013.

GRIFFITH-JONES, Stephany. 2014. Transforming the Financial Sector from Bad Monster to Good Servant. In: MÉAULLE, Matthieu. **Austerity is not the solution!** 2. ed. Brussels: Foundation for European Progressive Studies, 2014. p. 125-129. Disponível em: <<http://www.feps-europe.eu/assets/9549a450-68b1-479f-9ab9-9bba1bdff0c0/austerity-is-not-the-solution.pdf>>. Acesso em: 8 mar. 2017.

HALLWIRTH, Volker. 2015. Monitoring Competitiveness in the European Economic and Monetary Union. **Macroeconomic Policy Institute (IMK)**. Dezembro 2015. Disponível em: <[http://www.boeckler.de/pdf/p\\_ink\\_study\\_44\\_2015.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_ink_study_44_2015.pdf)>. Acesso em: 20 mar. 2017.

HERMANN, Jennifer. Da liberalização à crise financeira americana: a morte anunciada chega ao Paraíso. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.37-42.



INTERNATIONAL MONETARY FUND. **IMF Data: Balance of Payments Analytic Presentation by Country**. Washington D.C., 2017. Disponível em: <<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468205>>. Acesso em: 15 jun. 2017.

ISHIYAMA, Yoshihide. The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, **IMF Staff Papers**, n.22. p. 344-83 n.22. Washington D.C., 1975.

JACKSON, James K. The Financial Crisis: impact on and response by the European Union. **CRS Report for Congress**. Washington D. C.: Congressional Research Service, 24 jun. 2009.

JAGER, Jennifer; HAFNER, Kurt A. The Optimum Currency Area Theory and the EMU: an assessment in the context of the Eurozone crisis. **Intereconomics**, v.48, n.5, p.315-322. Hamburg: Leibniz Information Centre for Economics, 2013. Disponível em: <<http://archive.intereconomics.eu/year/2013/5/the-optimum-currency-area-theory-and-the-emu/>>. Acesso em: 18 abr. 2017.

KENEN, Peter. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, in Mundell and Swoboda (eds.). **Monetary Problems in the International Economy**. University of Chicago Press. Chicago, 1969.

LESSA, Antônio C. **A construção da Europa: a última utopia das Relações Internacionais**. Brasília: IBRI, 2003. 192 p.

MCKINNON, Ronald I. Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, v.53, n.4, pp.717-725. Nashville: American Economic Association, set. 1963. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1811021>>. Acesso em: 06 abr. 2017.

MCNAMARA, Kathleen R. 2008. A rivalry in the making? The Euro and international monetary power. **Review of International Political Economy**, 15:3, 439-459. Washington. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/09692290801931347>>. Acesso em: 06 mar. 2017.

MOLLO, Maria de Lourdes R. Crise e deflação de ativos: por quê?. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.16-19.

MORRIS, R; ONGENA, H; SCHUKNECHT, L. The reform and implementation of the stability and growth pact. **Occasional Paper Series**, n.47. Frankfurt am main: European Central Bank, 2016. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp47.pdf?f0d1d0ea29f049195676ee9ec96b4d3e>>. Acesso em: 06 abr. 2017.

MUNDELL, Robert A. A theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, v.51, n.4, p.657-665. Nashville: American Economic Association, set. 1961.

MUNDELL, Robert A. Uncommon Arguments for Common Currencies, in H.G. Johnson and A.K. Swoboda (eds.). **The Economics of Common Currencies**. George Allen and Unwin Ltd, London, 1973, p. 114-32.

MINSKY, Hyman P. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. **Journal of Economic Issues**, n. 14, Jun. 1980. Reimpresso em Minsky (1982). Disponível em: <[http://www.levyinstitute.org/pubs/Tymoigne\\_1.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/Tymoigne_1.pdf)> Acesso em: 8 jun. 2017.

PERRUT, Dominique. Financial Regulation after the “subprime” crisis: what has been learned and what reforms made?. **European Issues**, n.246. Paris: Fondation Robert Schuman, 03 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.robert-schuman.eu/en/doc/questions-d-europe/qs-246-en.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2017.

TRUGER, Achim. 2016. The Golden Rule of Public Investment – a necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework? Working Paper n. 168. **Macroeconomic Policy Institute (IMK)**. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/imk/wpaper/168-2016.html>>. Acesso em: 15 mar. 2017.

WORLD BANK GROUP. **DataBank**: World Development Indicators. GDP Growth %. Washington D.C., 2017a. Disponível em: <[http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=1ff4a498&report\\_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=1ff4a498&report_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y)>. Acesso em: 16 jun. 2017.

\_\_\_\_\_. **DataBank**: Market Capitalization of Listed Domestic Companies (% of GDP). Washington D.C., 2017b. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>> . Acesso em: 18 mai. 2017.