

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO EURO: UMA ABORDAGEM  
DO CONCEITO DE ÁREAS  
MONETÁRIAS ÓTIMAS**

LEONARDO GONZAGA M. DE SÁ C. FAVERET  
matrícula n°: 108019282

Orientadora: Margarida Gutierrez

MARÇO 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO EURO: UMA ABORDAGEM  
DO CONCEITO DE ÁREAS  
MONETÁRIAS ÓTIMAS**

---

LEONARDO GONZAGA M. DE SÁ C. FAVERET  
matrícula n°: 108019282

Orientadora: Margarida Gutierrez

MARÇO 2015

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

*“I would suggest that the issue of optimum currency areas, or, more broadly, that of choosing an exchange rate regime, should be regarded as the central intellectual question of international monetary economics.” Paul R. Krugman, 1995*

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais, Alice Gonzaga Moreira de Sá Campello Faveret e Paulo de Sá Campello Faveret Filho, por fazerem o possível e o impossível para proporcionarem a melhor educação aos seus quatro filhos. Agradeço ao apoio e ao carinho que eles me deram ao longo de todos esses anos.

Agradeço aos meus irmãos pelo apoio e pela motivação ao longo da minha vida e, em especial, durante os últimos meses.

Agradeço à minha família e aos meus amigos, em especial a Juliette Petit, por estarem sempre ao meu lado, torcendo pela minha felicidade e pelo meu sucesso.

Agradeço à professora Margarida Gutierrez, por ter me orientado e ajudado a construir esse trabalho.

Finalmente, agradeço ao corpo docente da UFRJ, do Colégio Santo Inácio e da Walt Whitman High School por terem participado diretamente na minha formação acadêmica, e a todos os que contribuíram de alguma forma para que eu chegasse até aqui.

## RESUMO

O trabalho analisa a Zona do Euro sob o conceito de áreas monetárias ótimas. A crise internacional de 2008 e, posteriormente, a crise das dívidas soberanas de 2010 levantaram dúvidas sobre a sustentabilidade do euro. Países periféricos, como a Espanha, haviam se beneficiado do período de farta liquidez internacional do início do século para financiarem níveis de crescimento elevados, baseados na expansão da demanda nacional. A existência da moeda única impediu ajustes graduais de possíveis excessos via desvalorizações das moedas nacionais e o apetite pelo risco por parte dos investidores internacionais fez com que desequilíbrios importantes em alguns países fossem formados. Com a crise financeira internacional e o movimento de aversão ao risco, esses desequilíbrios ficaram mais claros e, com a crise das dívidas soberanas, surgiram as imposições de fortes medidas de austeridade na região. Para refletir se a Zona do Euro pode ser considerada uma área monetária ótima, é feita uma análise comparativa entre os principais indicadores econômicos de um país membro da zona do euro e um país não-membro, ao longo de três períodos distintos: o período de crescimento econômico elevado que antecedeu a crise; a crise financeira internacional de 2008; e o período de ajuste que dura até os dias atuais.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	07
<b>CAPÍTULO I - CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS</b> .....	09
<b>I.1 - CONTEXTUALIZAÇÃO</b> .....	09
<b>I.2 - MOBILIDADE DOS FATORES DE PRODUÇÃO</b> .....	12
<b>I.3 - INTEGRAÇÃO FISCAL E DIVERSIFICAÇÃO DA PRODUÇÃO</b> .....	15
<b>CAPÍTULO II - A UNIÃO EUROPEIA E O EURO</b> .....	19
<b>II.1 - A FORMAÇÃO DA UE E DO EURO</b> .....	19
<b>II.2 - CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA E O PEC</b> .....	25
<b>II.3 - A CRISE DO EURO</b> .....	28
<b>CAPÍTULO III - ANÁLISE COMPARATIVA</b> .....	47
<b>III.1 - A ESPANHA E O AJUSTE INTERNO</b> .....	47
<b>III.2 - A ISLÂNDIA E A COROA ISLANDESA</b> .....	58
<b>III.3 - DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL VERSUS DESVALORIZAÇÃO INTERNA</b> .....	71
<b>CONCLUSÃO</b> .....	79
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	83

## INTRODUÇÃO

O tema do presente trabalho aborda um assunto que ganhou bastante destaque nos últimos anos, principalmente a partir de 2010: a zona do euro sob o conceito de áreas monetárias ótimas. A deterioração dos indicadores econômicos de países como Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha, após a crise financeira internacional e o caráter do ajuste implementado a partir de 2010 trouxeram grandes dúvidas sobre a sustentabilidade da moeda comum.

A teoria de áreas monetárias ótimas nasceu em 1961, com a publicação do artigo “*A Theory of Optimum Currency Areas*” por Robert A. Mundell, e desde então foi amplamente debatida no mundo acadêmico. Enquanto sua relevância era contestada por parte dos economistas, outros a consideravam parte central da economia monetária internacional. A partir da década de 1990, com a proximidade da criação do euro, a teoria deixou de ser um tema puramente acadêmico, passando a ter direta aplicação prática. A vontade política de expandir a integração do continente se sobrepôs aos critérios definidos pela teoria e o euro foi criado em 1999, apesar das críticas de muitos economistas sobre as grandes diferenças econômicas e sociais entre os países membros. Durante os primeiros anos o comércio na união monetária cresceu, impulsionando a economia europeia e fazendo o euro ser aclamado como um grande caso de sucesso. Foi com o advento da crise financeira global de 2008 e, posteriormente, com a crise das dívidas soberanas de 2010 que os desequilíbrios entre os países membros se tornaram mais evidentes.

O objetivo dessa monografia é analisar se a zona do euro pode ou não ser considerada uma área monetária ótima. Para isso será analisada a evolução dos indicadores econômicos da Espanha, um país membro do euro, comparativamente aos da Islândia, um país não-membro, em três períodos distintos: no período de elevado crescimento econômico pré-crise financeira internacional; durante a crise; e o período de implementação de ajustes para combater os desequilíbrios formados ou expandidos na primeira fase.

Além desta introdução, o trabalho compreende três capítulos e uma conclusão. No primeiro capítulo é introduzido o conceito de áreas monetárias ótimas, assim como um breve histórico da teoria. Em seguida são abordados os dois principais critérios para

a adoção de uma moeda comum: a mobilidade dos fatores de produção e a integração fiscal.

O segundo capítulo começa descrevendo a história da União Europeia, desde a formação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) em 1951 até a criação do euro em 1999. Em seguida, são descritos com mais detalhes os critérios de convergência firmados em 1992, na cidade holandesa de Maastricht, como parte do processo preparatório para adesão ao euro, e o Pacto de Estabilidade e Crescimento firmado em 1998 para consolidar a disciplina fiscal na UE. A terceira parte desse capítulo consiste na descrição da crise do euro e na análise dos principais fatores que levaram à essa situação.

O terceiro capítulo consiste na análise comparativa entre os principais indicadores econômicos de um país membro da zona do euro e um país não-membro, ao longo de três períodos: o período de crescimento econômico que antecedeu a crise; a crise financeira internacional de 2008; e o período de ajuste que dura até os dias atuais. Nas duas primeiras partes do capítulo a Espanha e a Islândia são analisadas separadamente. Na terceira parte é feita uma análise comparativa dos principais indicadores desses países, com destaque para a taxa de câmbio efetiva real.

Por fim, na última parte desse trabalho são apresentadas as conclusões e considerações finais, seguida pelas referências bibliográficas.

## CAPÍTULO I - CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS

### *1.1 - Contextualização*

A teoria de áreas monetárias ótimas surgiu em um momento de forte contestação do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton-Woods. No sistema estabelecido ainda durante a Segunda Guerra Mundial e que perdurou até 1971, todos os países deveriam manter taxas de câmbio fixas entre suas moedas e o dólar, sendo que este último era conversível ao ouro por uma cotação determinada. Os economistas que criticavam o regime cambial vigente argumentavam que tal sistema, em combinação com a rigidez de preços e salários, impedia que os termos de troca praticassem seu papel natural nos processos de ajuste, causando crises periódicas de balanços de pagamentos, e defendiam um regime de taxas de câmbio flexíveis como alternativa.

Robert A. Mundell foi um precursor do conceito de áreas monetárias ótimas com a publicação do artigo “A Theory of Optimum Currency Areas”, em 1961. Embora também criticasse o sistema de Bretton-Woods, apelidando-o de “sistema de desequilíbrios internacionais”<sup>1</sup>, Mundell contestou a praticidade e a eficácia do regime de taxas de câmbio flexíveis. Tal sistema seria ineficiente para corrigir problemas de balanços de pagamentos entre duas regiões distintas dentro de um mesmo país, funcionando apenas entre dois países diferentes, expondo uma grande falha do argumento a favor do regime de taxas de câmbio flexíveis baseado em moedas nacionais. Tal regime seria válido apenas quando a suposição ricardiana sobre mobilidade de fatores fosse verdadeira. Se a mobilidade dos fatores é alta internamente e baixa externamente, então um sistema de câmbio flexível baseado em moedas nacionais pode efetivamente funcionar, porém se regiões atravessam países ou se territórios nacionais são multirregionais, então o argumento em favor do sistema de câmbio flexível só é válido se as moedas nacionais forem reorganizadas em moedas regionais. O autor levanta algumas questões ao longo de seu artigo, mas a principal questão que ele tenta elucidar é sobre o tamanho ótimo de uma área monetária: qual deveria ser o tamanho de uma região geográfica utilizando a mesma moeda.

---

<sup>1</sup> Para uma compreensão mais elaborada, Mundell sugere a leitura do artigo “The International Disequilibrium System”, Robert A. Mundell, 1961

Ao longo dos anos a teoria de áreas monetárias ótimas foi fruto de calorosos debates e foi abordada por diversos autores, porém a definição do conceito sofreu poucas variações. Ronald I. McKinnon definiu uma área monetária como ótima quando as políticas fiscal e monetária e as taxas de câmbio externas flexíveis podem ser utilizadas para alcançar a melhor resolução de três objetivos algumas vezes conflitantes: (1) a manutenção do pleno emprego; (2) a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos; (3) a manutenção da estabilidade dos níveis de preços internos. Peter B. Kenen oferece uma definição similar, afirmando que um regime ótimo de taxas de câmbio, fixas ou flexíveis é aquele que consiga manter o equilíbrio externo sem causar desemprego ou inflação de demanda<sup>2</sup>. Entretanto, existem divergências entre os economistas em relação à importância dos critérios determinantes para a definição de uma área monetária ótima. Enquanto Mundell acredita que a mobilidade dos fatores de produção é o fator determinante, para McKinnon o critério crucial seria o grau de abertura da economia, já Kenen considera que o grau de diversificação da produção e a integração fiscal são decisivos para arrefecer ou mesmo evitar choques assimétricos numa área monetária.

Podemos afirmar que o principal objetivo da teoria de áreas monetárias ótimas é medir as vantagens e os potenciais custos associados à adoção de uma moeda comum. Paul Krugman afirmou corretamente que “as vantagens de uma moeda comum são óbvias, mas difíceis de quantificar: redução dos custos de transação, eliminação do risco de câmbio, maior transparência e, possivelmente, maior competição já que a comparação de preços torna-se mais fácil.”<sup>3</sup> Essas vantagens resultam numa maior integração econômica das distintas regiões que fazem parte de uma área monetária, podendo levar à maior integração política e cultural.

Dentre as desvantagens, podemos destacar como de maior relevância a perda de flexibilidade das regiões que compõem a área monetária. Elas não só perdem a capacidade de promover políticas monetárias independentes, como também perdem a possibilidade de utilizar a política cambial como mecanismo de ajuste, já que “mudanças em preços e salários relativos são obtidas muito mais facilmente via

---

<sup>2</sup> Para essa parte o autor consultou HORVATH (2003)

<sup>3</sup> KRUGMAN (2012), página 1: “The advantages of a common currency are obvious, if hard to quantify: reduced transaction costs, elimination of currency risk, greater transparency and possibly greater competition because prices are easier to compare.” Tradução livre

desvalorização cambial do que renegociando contratos individuais.”<sup>4</sup> O grande problema de uma área monetária, portanto, não está em crises ou choques que afetam igualmente a área como um todo, mas em choques assimétricos, ou seja, que afetam apenas uma ou algumas regiões específicas dentro do conjunto que utiliza a moeda comum. É importante frisar que a teoria está muito mais voltada para encontrar formas de mitigar os custos associados à perda de flexibilidade ao adotar uma moeda única do que em medir os benefícios de tal adoção.

Como Krugman destaca, é muito difícil medir quantitativamente as vantagens e desvantagens de uma área monetária, sendo as comparações entre as duas mais qualitativas: “atualmente ninguém fala que os benefícios de se juntar ao euro são  $x$  por cento do PIB, os custos  $y$ , e que  $x > y$ , então o euro vale a pena. Em vez disso, é mais na linha de argumentação de que a Flórida é um melhor candidato para aderir à zona do dólar do que a Espanha como candidata para aderir à zona do euro. Isso não necessariamente quer dizer que a Espanha errou ao se juntar ao euro – nem necessariamente refuta o argumento de que a Florida estaria melhor com sua própria moeda! No entanto, a teoria pelo menos nos dá alguma compreensão sobre o trade off.”<sup>5</sup>

Em 1961 o próprio Mundell observou que, além de complexo, o conceito de áreas monetárias ótimas era difícil de quantificar precisamente. Talvez a própria complexidade da teoria e a dificuldade de modelagem tenham criado divergências sobre a importância do conceito ao longo dos anos. Enquanto diversos economistas classificaram a teoria como um problema sem solução ou sem muita importância prática, outros economistas como Krugman destacam o conceito de áreas monetárias ótimas como de extrema importância para o tema de economia monetária internacional, que se tornou ainda mais relevante com a criação do euro e sua atual crise. Nas próximas páginas desse capítulo analisaremos dois dos principais critérios que as

---

<sup>4</sup> KRUGMAN (2012), página 2: “changes in relative prices and wages are much more easily made via currency depreciation than by renegotiating individual contracts.” Tradução própria

<sup>5</sup> KRUGMAN (2012), página 2: “at this point nobody says that the benefits of joining the euro are  $x$  percent of GDP, the costs  $y$ , and  $x > y$ , so the euro it is. Instead, it’s more along the lines of arguing that Florida is a better candidate for membership in the dollar zone than Spain is a candidate for membership in the euro zone. This doesn’t necessarily say that Spain made a mistake by joining the euro – nor does it necessarily refute the argument that Florida would be better off with its own currency! But the theory does at least give us some insight into the tradeoffs.” Tradução livre

contribuições clássicas da teoria promoveram para definir uma área monetária como sendo ótima: a mobilidade dos fatores de produção e a integração fiscal.

## ***1.2 - Mobilidade dos Fatores de Produção***

Em seu emblemático artigo de 1961, Robert A. Mundell definiu a mobilidade dos fatores de produção como o ingrediente essencial para a escolha de uma moeda única. Uma área monetária ótima, portanto, seria a região geográfica onde predomina a mobilidade de fatores internamente e a imobilidade externa. Assim, se a mobilidade do trabalho e do capital são insuficientes dentro de uma área geográfica que compartilha a mesma moeda, então variações da taxa de câmbio não serão eficazes para atingir o objetivo de estabilização, com taxas assimétricas de desemprego e inflação entre as diferentes regiões que compõem a área monetária. Na situação oposta, na qual a mobilidade de fatores existe além das fronteiras da moeda única, então um sistema de câmbio flexível torna-se desnecessário e pode até ser prejudicial<sup>6</sup>. É importante mencionar aqui que, embora o Mundell utilize o termo “mobilidade de fatores”, existe um consenso de que a mobilidade do fator trabalho é a mais importante<sup>7</sup>.

Para entender a importância da mobilidade dos fatores é preciso antes entender a diferença entre região e país. Embora Mundell não pause para definir claramente esse conceito, Kenen<sup>8</sup> entende que ele define implicitamente uma região como sendo o conjunto homogêneo de produtores que utilizam a mesma tecnologia, enfrentam a mesma curva de demanda e sofrem ou prosperam juntos caso as circunstâncias mudem. Um país pode englobar diversas regiões diferentes, assim como uma região pode atravessar territórios nacionais. As moedas, entretanto, geralmente são expressões de soberania nacional, não sendo moldadas de acordo com o conceito de região apresentado. Assim, uma reorganização das moedas nacionais só seria possível se fosse acompanhada de profundas mudanças políticas. O conceito de áreas monetárias ótimas, portanto, tem aplicação prática direta apenas em áreas onde a organização política está em processo de mudança, como, na época, em ex-colônias e na Europa ocidental.

---

<sup>6</sup> Para mais informações sobre como um regime de taxas de câmbio flexíveis poderia ser prejudicial caso haja mobilidade de fatores além das fronteiras nacionais, Mundell recomenda “The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates.” Robert A. Mundell (1968)

<sup>7</sup> Ver KRUGMAN (2012)

<sup>8</sup> Ver KENEN (1969)

No caso do Mercado Comum, Mundell cita dois argumentos opostos em relação a criação de uma área monetária comum. Primeiro a posição de J. E. Meade, que argumentava que as condições para uma moeda única na Europa ocidental não existiam e que, especialmente pela falta de mobilidade de fatores, um sistema de taxas de câmbio flexíveis seria mais eficiente ao promover o equilíbrio entre balanços de pagamentos e a estabilidade interna dos países. Do lado oposto, Tibor Scitovsky defendia uma moeda única por acreditar que a própria criação dessa área monetária induziria a níveis mais elevados de mobilidade de capitais. Porém Scitovsky adiciona passos que devem ser tomados para fazer com que a mobilidade do fator trabalho seja maior e facilitar políticas de emprego supranacionais<sup>9</sup>.

Apesar da aparente contradição entre as duas visões, fica claro que o conceito de áreas monetárias ótimas se reduz a uma questão empírica e não teórica, e que um ingrediente essencial de uma área monetária comum é um elevado nível de mobilidade de fatores, principalmente do fator trabalho. Nenhum dos dois autores, Meade ou Scitovsky, discorda do conceito de Mundell de que a área monetária ótima é a região – definida em termos de mobilidade de fatores interna e imobilidade externa – mas existe uma implícita diferença na visão do nível preciso de mobilidade de fatores necessário para delinear a região. Enquanto Meade acredita que o nível ideal de mobilidade de fatores não existe, Scitovsky argumenta que a mobilidade do fator trabalho deve ser melhorada e que a criação de uma moeda comum estimularia uma maior mobilidade de capitais.

A mobilidade dos fatores de produção, principalmente do fator trabalho, é, portanto, essencial para mitigar os efeitos de choques assimétricos dentro de uma área monetária. Suponha que existam duas regiões distintas, A e X, inicialmente em pleno-emprego e equilíbrio de balanço de pagamentos, que compartilham a mesma moeda e formam o país AX. Uma mudança da demanda dos produtos da região A para os da região X, irá causar desemprego na primeira região e pressões inflacionárias na segunda. Caso as regiões tivessem suas próprias moedas, a volta ao equilíbrio seria facilmente alcançada via alterações na taxa de câmbio entre as duas moedas de forma a ajustar os termos de troca para os padrões de anteriores ao choque. A moeda de A iria se desvalorizar, enquanto a moeda de X iria apreciar, assim reduzindo o preço relativo dos

---

<sup>9</sup> Ver MUNDELL (1961), página 661

produtos da primeira região em comparação aos da segunda. Entretanto, como ambas as regiões formam parte da mesma área monetária (AX), a volta ao equilíbrio do país via política monetária ou via ajustes dos termos-de-troca é virtualmente impossível. Caso a autoridade monetária do país pratique uma política monetária expansionista para tentar reduzir o desemprego na região A, os preços da área X serão pressionados pelo excesso de moeda, resultando em inflação nessa região. No entanto, se houver mobilidade do fator trabalho, os trabalhadores que perderam seus empregos poderiam migrar para a região X de forma a reestabelecer as taxas de desemprego anteriores ao choque na região A.

Um exemplo real da importância da mobilidade do fator trabalho para reduzir os efeitos de choques assimétricos pode ser vislumbrado no choque sofrido pelo estado americano de Massachusetts no final da década de 1980, que rapidamente resultou em níveis elevados de desemprego. Se não existisse mobilidade do fator trabalho entre o estado em questão e o restante dos Estados Unidos, a única maneira de regressar ao pleno emprego seria aumentar o número de postos de trabalho para os níveis anteriores ao choque, o que provavelmente demandaria uma grande queda dos salários, em termos relativos, para tornar o estado mais competitivo. Tal queda seria obtida muito mais facilmente caso Massachusetts tivesse sua própria moeda e pudesse desvalorizá-la. Entretanto, como existia mobilidade de fatores, o pleno emprego foi atingido via emigração. Em 1986, no auge do “Milagre de Massachusetts” centrado em minicomputadores, a mão-de-obra empregada no estado representava 2.7% do total do emprego nos EUA. Nesse ano, enquanto a taxa de desemprego do estado era de 4.0%, a do país era bem mais elevada, cerca de 7.0%. Em 1991, após o choque assimétrico que levou o estado à recessão econômica, a mão-de-obra empregada em Massachusetts caiu para 2.48% do total dos Estados Unidos e sua taxa de desemprego subiu para 8.8%, enquanto que no país essa taxa caiu para 6.8%. Em 1996, entretanto, o estado já havia se aproximado da situação de pleno emprego que figurava nos anos anteriores ao choque. Sua taxa de desemprego era de 4.6%, menor do que a média nacional de 5.4%, porém sua proporção no total do emprego americano era abaixo da que tinha em 1986. Em 1996 a mão-de-obra empregada no estado representava 2.43% do total do país, abaixo dos 2.7% iniciais. O estado regressou aos baixos níveis de desemprego de antes do

choque, portanto, porque parte da mão-de-obra desempregada emigrou para outros estados em busca de emprego.<sup>10</sup>

### ***1.3 - Integração Fiscal e Diversificação da Produção***

Embora a mobilidade dos fatores seja um critério importante para definir uma área monetária ótima, alguns aspectos dos argumentos de Mundell precisam ser melhores trabalhados. O processo migratório, por exemplo, pode deixar desequilíbrios residuais no mercado de trabalho de uma região caso haja grandes diferenças nas intensidades do fator trabalho utilizadas nos processos de produção de duas regiões distintas, assim como seriam necessários padrões de consumo e métodos de produção muito especiais para que um simples movimento desse fator e a mudança correspondente no lócus da demanda consigam acabar com os desequilíbrios nos mercados de trabalho de duas regiões e também equilibrar o fluxo de comércio entre elas.

Peter B. Kenen afirma que quando regiões são definidas por suas atividades, e não geograficamente ou politicamente, a mobilidade inter-regional perfeita do fator trabalho requer perfeita mobilidade ocupacional, sendo que essa última só pode ocorrer quando o fator trabalho é homogêneo. Consequentemente, a abordagem de Mundell chega ao resultado de que uma área monetária ótima sempre tem que ser pequena e coextensiva à região produtora de um único produto. Ambos os autores concordam que tal arranjo não parece fazer muito sentido. Se cada comunidade, por menor que seja, puder emitir sua própria moeda, o dinheiro perderia sua função de meio de troca e o escambo prevaleceria. Outra razão, apontada por McKinnon, que inviabilizaria tal situação é que investidores seriam desprivados de uma moeda líquida e estável para terem como reserva de valor internacional.

Portanto, como mobilidade perfeita do fator trabalho raramente existe, Kenen introduz a diversificação de produtos como um critério importante para a formação de uma área monetária comum ou para adoção de um regime de câmbio fixo. Uma região produtora de um ou de poucos produtos, por exemplo, poderia se beneficiar da adoção de um regime de câmbio flexível. No exemplo hipotético de uma região produtora de

---

<sup>10</sup> Ver KRUGMAN (2012), página 3

apenas um produto e que também seja exportadora desse produto, caso haja um choque negativo na demanda do resto do mundo por esse produto, a receita de exportação dessa região vai cair, afetando o nível de pleno emprego e o balanço de pagamentos da mesma. A queda da demanda pelo produto em questão também reduzirá a demanda pela moeda doméstica, causando desvalorização cambial e amenizando a queda da receita de exportação. A região em questão irá exportar menos quantidade do produto, mas por um preço em moeda doméstica maior. Regiões com baixa diversificação de produtos, portanto, não seriam candidatas ideais para formação de uma área monetária comum ou para adoção de um regime de câmbio fixo, já que nesses casos elas não poderiam usufruir do mecanismo cambial e, em casos de choques assimétricos, o ajuste deverá ocorrer através da redução nominal de preços e salários. Já “uma economia nacional bastante diversificada não terá que passar por mudanças nos seus termos de troca tão frequentemente quanto uma economia nacional produtora de um único produto.”<sup>11</sup>

O principal ponto do artigo de Kenen que não foi explorado por Mundell é no que diz respeito à política fiscal. Segundo o autor, “as políticas fiscal e monetária devem estar lado-a-lado e, para obter-se uma ‘combinação ótima de políticas’, ambas devem ter o mesmo domínio. Para cada Banco Central deve haver um Tesouro, com poderes de cobrar impostos e de gastar, seja para cooperar com a política monetária ou meramente para brigar com ela.”<sup>12</sup>

As atividades do governo, atualmente, se beneficiam muito de economias de escala. Isso é uma verdade absoluta para atividades de defesa, mas também pode ser verdade para muitas outras atividades civis. Portanto, se uma área monetária ótima não deve ser menor que o domínio de um governo de menor-custo, então ela talvez tenha que englobar um grande número de regiões econômicas. Se um sistema fiscal engloba tais regiões, ele pode contribuir para o equilíbrio interno, sobrepondo-se a vantagem anunciada pela fragmentação. Uma das principais funções da política fiscal é utilizar ambos os lados do orçamento para equilibrar ou compensar diferenças regionais, sejam nas rendas ou nas taxas de desemprego. As transferências de pagamentos em grande

---

<sup>11</sup> KENEN (1963), página 49: “a well-diversified national economy will not have to undergo changes in its terms of trade as often as a single-product national economy.” Tradução livre

<sup>12</sup> KENEN (1963), página 45-46: “Fiscal and monetary policies must go hand in hand; and if there is to be an ‘optimum policy mix,’ they should have the same domains. There should be a treasury, empowered to tax and spend, opposite each central bank, whether to cooperate with monetary policy or merely to quarrel with it.” Tradução livre

escala construídas dentro de sistemas fiscais são inter-regionais, não apenas interpessoais, e as regras que regulam muitas dessas transferências de pagamentos são relacionadas ao mercado de trabalho, assim como o critério utilizado por Mundell para delinear uma área monetária ótima.

Quando olhamos para a política fiscal em termos macroeconômicos, chegamos a visão exposta por Mundell de que políticas orçamentárias causam inflação em partes prósperas de uma economia se são designadas para estimular a demanda e, portanto, eliminar situações de desemprego de outras regiões. No entanto, essa não é a única forma de se olhar para a política fiscal. Dados os grandes números, o total da tributação e o total das despesas, o orçamento ainda pode combater recessões localizadas. Quando uma região ou comunidade sofre um declínio em suas vendas externas, um déficit em sua balança comercial, e desemprego, seus pagamentos de impostos federais também diminuem, reduzindo o declínio em seu poder de compra e comprimindo a saída de recursos de seu balanço de pagamentos. Também ocorre uma entrada de recursos federais, via seguros-desemprego e outros benefícios. Ademais, uma região pode pegar emprestado no mercado de capitais nacional muito mais facilmente que países podem pegar emprestado internacionalmente. Finalmente, regiões podem obter ajuda discricionária do governo central; programas de financiamento e assistência técnica para regiões em recessão já foram promulgados por muitos países, inclusive os Estados Unidos. Resumindo, portanto, uma região pode se sair melhor ao abdicar de seu direito de emitir sua própria moeda e de alterar sua taxa de câmbio, para participar de um sistema fiscal relevante. Um sistema fiscal eficiente deve ser feito para englobar muitas regiões econômicas e deve ser coexistente (ou não maior que) uma área monetária.

Para exemplificar o critério proposto por Kenen, Krugman cita a situação da Flórida após a recente crise imobiliária americana, que culminou na grande crise de 2008. Nos Estados Unidos, importantes programas de bem-estar social, como o *Social Security* e o *Medicare*, são pagos pelo governo federal. Em 2010, no auge da crise, os impostos federais pagos pelo estado foram reduzidos em aproximadamente 33 bilhões de dólares em relação ao valor pago no ano de 2007, que antecedeu a crise. Por outro lado, o valor de transferências federais ao estado, seja por meio de programas de seguro-desemprego ou de assistência alimentar, entre outros, aumentou em mais de 7 bilhões de dólares. Ou seja, a Flórida recebeu cerca de 5% do seu PIB (40 bilhões de dólares) de

transferências líquidas do governo federal visando amenizar a crise no estado. Se a Flórida fosse um estado soberano, provavelmente não se beneficiaria de transferências de outros países, tendo assim que captar recursos por meio de emissão de dívidas. Como a situação era crítica, os custos de captação provavelmente seriam elevados, podendo prejudicar sua situação fiscal. No entanto, como a Flórida faz parte dos Estados Unidos que, atualmente, não vislumbram restrições para emitirem dívidas internacionais e possuem custos de captação relevantemente mais baixos, a situação pôde ser contornada muito mais facilmente do que se a Flórida fosse um país soberano e tivesse sua própria moeda.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Ver KRUGMAN (2012), página 3

## CAPÍTULO II - A UNIÃO EUROPEIA E O EURO<sup>14</sup>

### *II.1 - A Formação da UE e do Euro*

A ideia de criar uma união política e econômica entre os países europeus não é algo recente e várias versões de tal conceito já foram apresentadas ao longo da história. No entanto, foi apenas a partir do final da Segunda Guerra Mundial, com o objetivo de estabelecer paz duradoura na região, que a União Europeia começou a ser originada. Dessa época é importante destacar o memorável discurso proferido pelo então oficial do exército inglês, Winston Churchill, em 1946 na Universidade de Zurique:

*“Existe um remédio que (...), em poucos anos, poderia tornar toda a Europa (...) livre e (...) feliz. Trata-se de reconstituir a família europeia ou, pelo menos, a parte que nos for possível reconstituir e assegurar-lhe uma estrutura que lhe permita viver em paz, segurança e liberdade. Devemos criar uma espécie de Estados Unidos da Europa.”<sup>15</sup>*

Em 1951 um grupo de seis países formado pela Alemanha Ocidental, França, Itália, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo firmaram o tratado CECA (Comunidade Europeia do Carvão e do Aço), visando colocar suas indústrias de carvão e aço sobre a vigilância de uma Alta Autoridade comum e promover a livre circulação dessas commodities. Tal tratado tinha objetivos econômicos como o aumento do emprego, mas sobretudo interesses políticos já que, com a maior regulação sobre a produção, nenhum dos países poderia expandir excessivamente a produção para fabricação de armas de guerra sem que os outros soubessem.

Após o êxito da CECA, os seis países membros assinaram o Tratado de Roma em 1957, expandindo a cooperação econômica e política entre os membros, com a criação da Comunidade Econômica Europeia (CEE) e da Comunidade Europeia da Energia Atômica (EURATOM). O tratado tinha um viés econômico mais forte, visando a criação de um mercado comum baseado no princípio da livre concorrência e da livre circulação de mercadorias, capitais, serviços e pessoas; a eliminação de barreiras

---

<sup>14</sup> Para escrever esse capítulo o autor se baseou, principalmente, em: <http://europa.eu/>; OVERTVELDT (2012); MEAD e BLIGHT (2014); HAYDEN, DONAVAN e ROSS-THOMAS (2011)

<sup>15</sup> Ver : <http://europa.eu/>

aduaneiras; e a adoção de políticas comuns, como as políticas comercial, agrícola e a de transportes. Já nessa época a livre flutuação das moedas entre os países era vista como uma causa de instabilidade econômica e a política cambial foi identificada como um assunto de interesse comum da CEE.

Na década de 60 as resoluções do Tratado de Roma foram ampliadas com o lançamento da Política Agrícola Comum (PAC) em 1962, com a eliminação das barreiras aduaneiras entre os seis membros em 1968 e com a padronização dos direitos aduaneiros sobre produtos importados de países não-membros. Embora já existisse o Comitê Monetário desde 1958 e o Comitê de Governadores de Bancos Centrais desde 1964, foi em 1969 que os chefes de estado dos membros da CEE concordaram com a necessidade de maior coordenação econômica e monetária, com a divulgação do Plano Werner no ano seguinte. O plano nomeado em homenagem ao primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, tinha como objetivo a implementação da União Econômica e Monetária (UEM), seguindo um cronograma de três fases, com a fixação das taxas de câmbio e o estabelecimento de um sistema de bancos centrais que abrangesse toda a CEE em 1980.

Em 1971 os países membros decidiram adotar uma versão mais branda do Plano Werner. Em março de 72 as moedas europeias, incluindo as de países que não formavam parte da CEE como Dinamarca e Reino Unido, formaram um sistema de bandas cambiais conhecido como “serpente no túnel”, que limitava a margem de flutuação mútua das moedas dos países membros. O Reino Unido e a Dinamarca abandonaram esse sistema apenas três meses depois. Em 1973, esses dois países e a Irlanda aderiram à CEE, aumentando o número de países membros para nove. Entretanto, as turbulências internacionais, como a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro ainda em 71 pelo Presidente Richard Nixon, gerando forte desvalorização da moeda americana, e a crise do petróleo de 73/74, assim como a disparidade das políticas fiscal e monetária adotadas pelos países membros, contribuíram para que o Plano Werner fosse um fracasso desde o seu início, com moedas entrando e saindo da margem acordada diversas vezes ou optando por se desvencilhar do sistema de serpente.

No ano de 1979 o já combalido sistema de flutuação do Plano Werner foi substituído pelo Sistema Monetário Europeu (SME), numa tentativa de restaurar a

tranquilidade monetária da região. A grande diferença do SME para o sistema anterior foi a criação do Mecanismo de Taxa de Câmbio (MTC), que fixou paridades bilaterais entre as moedas dos oito países que fizeram parte inicialmente (Bélgica, Luxemburgo, Alemanha, França, Dinamarca, Países Baixos, Itália e Irlanda), com margens de flutuação de 2,25%<sup>16</sup> para mais ou para menos. Mais do que definir as margens de flutuação das paridades, foi criada a Unidade Monetária Europeia (UME), uma unidade monetária artificial onde as moedas de cada país membro entravam na formação de seu valor de acordo com o peso econômico do país. Embora os franceses tentassem fazer com que a UME desempenhasse o papel central no SME, o marco alemão novamente, assim como na década de 70, se fortaleceu e foi a moeda referência para as demais moedas europeias. Mais uma vez, problemas internacionais, como a recessão causada pela segunda crise do petróleo de 1979-80 e a disparidade das políticas adotadas pelos diversos países europeus para combatê-la, causaram turbulências nos primeiros anos da década de 80. Durante esses anos algumas moedas, como o franco francês, a lira italiana e o franco belga tiveram que sofrer diversas desvalorizações visando a manutenção do equilíbrio do sistema. Em 1981 a Grécia aderiu à CEE.

A partir de 1983, a França, seguindo as recomendações de seu ministro das finanças, Jacques Delors, passou a adotar políticas econômicas e monetárias mais ortodoxas. Esse processo de reformulação foi intensificado com a derrota dos socialistas nas eleições parlamentares de 1986 e o objetivo primordial da política econômica francesa passou a ser o fortalecimento do franco para fazer frente ao marco alemão. Em 1987 o franco francês sofreu sua última desvalorização, dando início a um período de tranquilidade no SME, no qual as taxas de inflação dos países membros fizeram um movimento de convergência, reduzindo a necessidade de ajustes cambiais. Nesse mesmo ano, animados com os resultados do SME, os presidentes dos Bancos Centrais dos países membros chegaram ao consenso de que as taxas de câmbio dentro do SME deveriam ser fixas. Em 1986 a Espanha e Portugal aderiram à CEE.

Em 1989 Delors, que havia assumido a presidência da Comissão Europeia em 1985, apresentou o plano de implementação da União Econômica e Monetária (UEM), sob o argumento de que a união monetária era um passo natural e essencial para a

---

<sup>16</sup> Exceto para a lira italiana, cuja margem era de 6% para mais ou para menos, já que a inflação da Itália era mais elevada.

manutenção das taxas de câmbio fixas e da mobilidade de capitais. Tal argumento se baseava na teoria econômica internacional e monetária da trindade impossível, que afirma ser impossível atingir três objetivos básicos simultaneamente – taxas de câmbio fixas, mobilidade de capitais e uma política monetária independente. Para assegurar a estabilidade externa dos países membros via taxas de câmbio fixas e a manutenção do equilíbrio do sistema, era necessário que os mesmos abdicassem da autonomia de suas políticas monetárias. Ainda nesse ano a peseta espanhola aderiu ao MTC e no ano seguinte, com a queda do muro de Berlim, a Alemanha foi unificada.

O Relatório de Delors propunha a criação da UEM em três fases graduais num prazo de 10 anos, culminando com a adoção de taxas de câmbio fixas e a unificação da política monetária. A primeira fase começou em 1990 com a liberalização completa das transações de capitais, o aumento da cooperação entre os bancos centrais dos países membros e melhorias na convergência econômica da região. Também nesse ano, a primeira-ministra do Reino Unido, Margaret Thatcher, sucumbiu à pressão de parte do seu governo e aderiu ao Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio (MTC), apesar de economistas da época alertarem que a taxa de inflação mais elevada quando comparada a de outros países da CEE como a da Alemanha poderia ser o fator gerador de perturbações.

Para dar prosseguimento às demais fases, o Tratado da União Europeia foi firmado em fevereiro de 1992 na cidade de Maastricht, nos Países Baixos, visando a constituição de uma área monetária comum em 1999 e a expansão da união política. Nesse mesmo período, o escudo Português aderiu ao MTC. O Reino Unido assegurou seu direito de optar na época da constituição da união monetária se iria participar ou não. Alguns meses depois, os dinamarqueses rejeitaram via referendo a adesão do país ao Tratado, gerando tumultos nos mercados cambiais europeus. Logo em seguida foi a vez do Presidente francês, Francois Mitterrand, pedir um referendo para ratificar a adesão da França, com a aprovação de apenas 51% da população. No final de 1992, um movimento de forte especulação contra a libra inglesa forçou o governo britânico a abandonar o MTC no dia 16 de setembro, que ficou conhecido como “*Black Wednesday*”. Após a saída do Reino Unido e da Itália, assim como da desvalorização das moedas da Espanha, Portugal e Irlanda, o MTC foi suspenso em agosto do ano seguinte e relançado com o relaxamento das margens de flutuação dentro do SME para

15% para mais ou para menos. Em maio de 93, os eleitores dinamarqueses aprovaram o Tratado de Maastricht em um segundo referendo, após a Dinamarca ser concedida com a opção de decidir na época de sua constituição entre fazer ou não parte da união monetária. Em novembro de 1993 o Tratado entrou em vigor, formando a União Europeia.

A segunda fase da UEM foi lançada em 1994, com o estabelecimento do Instituto Monetário Europeu (IME), precursor do Banco Central Europeu (BCE). O IME visava melhorar a coordenação das políticas monetárias e o fortalecimento da convergência econômica dos países membros. Também foi confirmada a plena independência dos bancos centrais nacionais visando a posterior constituição do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC). Um ano depois, a Áustria, Suécia e a Finlândia aderiram à União Europeia. A Áustria também aderiu ao MTC no mesmo ano e a Finlândia em 1996, junto com a volta da Itália. Em 1997, para complementar o Tratado de Maastricht, foi acordado o Pacto de Estabilidade e Crescimento, pelo qual eram aplicadas penalidades aos países que não cumprissem os limites fiscais estabelecidos.

Ainda em 97 foi adotado o novo Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC II), que, embora tivesse adesão voluntária, qualquer país que objetivasse fazer parte do euro deveria antes participar do MTC II por um período de dois anos sem apresentar grandes tensões. No ano seguinte, a Grécia aderiu ao MTC II, porém foi acordado que, inicialmente, apenas onze países fariam parte da união monetária: Alemanha, Bélgica, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Irlanda, Espanha, Portugal, Áustria e Finlândia. Os demais países foram incentivados à aumentarem seus esforços fiscais visando a redução de suas dívidas.

Em 1999 começou a terceira fase, com o lançamento da moeda única e a transferência da responsabilidade pela política monetária da zona do euro para o Banco Central Europeu. No ano seguinte, o BCE interviu pela primeira vez comprando euros, junto com os bancos centrais dos Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e Japão, visando reverter o movimento de depreciação da moeda que já havia perdido cerca de 30% de seu valor.<sup>17</sup> Ainda no ano de 2000, a Dinamarca decidiu, via referendo, que não

---

<sup>17</sup> Ver Gráfico 1

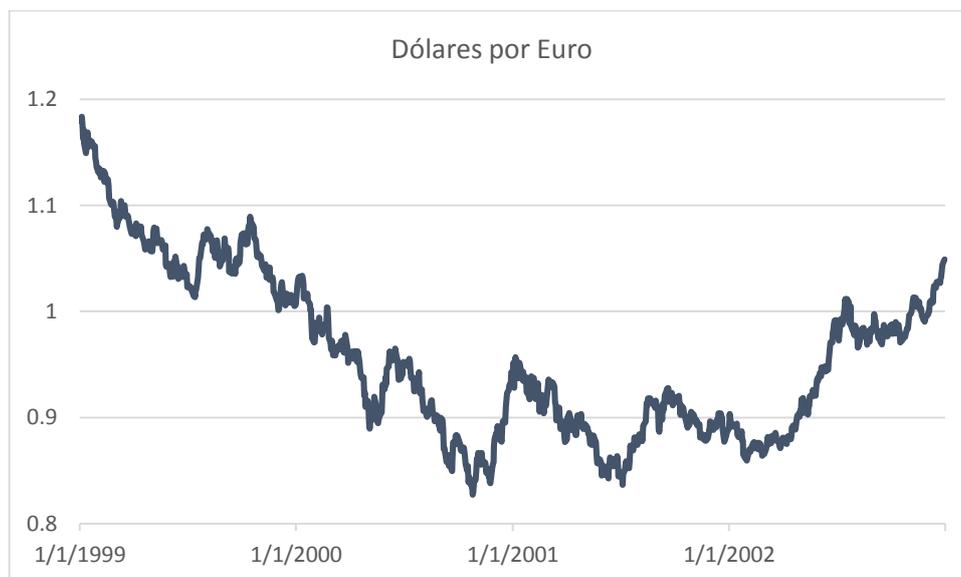
se iria aderir à moeda única, porém optou por manter-se no MTC II. Em 2002 as moedas e notas em euro entraram em circulação, substituindo por completo as moedas nacionais dos países membros. No final de 2003, a Alemanha e a França anunciaram que não iriam conseguir cumprir o limite de 3% de déficit fiscal por três anos seguidos. Apesar da objeção de países como a Áustria, Espanha, Finlândia e os Países Baixos, os ministros das finanças da UE sucumbiram às pressões alemãs e afrouxaram as regras de déficit fiscais em 2005. Em 2004, dez países se uniram à União Europeia, aumentando o número de membros para vinte e cinco. Em 2007 mais dois países da Europa Oriental aderiram à UE e seis anos depois a Croácia se uniu ao bloco econômico consolidando o número de países-membros em vinte e oito. Desde seu início a zona do euro aumentou de onze países membros para dezenove, com a entrada da Grécia em 2001, da Eslovénia em 2007, seguida pelo Chipre e por Malta em 2008, pela Eslováquia em 2009, pela Estónia em 2011, pela Letónia em 2014 e pela Lituânia no início de 2015.

**Tabela 1: Membros da União Europeia, do Euro e suas respectivas datas de adesão**

<b>Membros</b>	<b>EU</b>	<b>Euro</b>	<b>Membros</b>	<b>UE</b>	<b>Euro</b>
Alemanha	1952	1999	Suécia	1995	-
Bélgica	1952	1999	Chipre	2004	2008
França	1952	1999	Eslováquia	2004	2009
Itália	1952	1999	Eslovénia	2004	2007
Luxemburgo	1952	1999	Estónia	2004	2011
Países Baixos	1952	1999	Hungria	2004	-
Dinamarca	1973	-	Letónia	2004	2014
Irlanda	1973	1999	Lituânia	2004	2015
Reino Unido	1973	-	Malta	2004	2008
Grécia	1981	2001	Polónia	2004	-
Espanha	1986	1999	República Checa	2004	
Portugal	1986	1999	Bulgária	2007	
Áustria	1995	1999	Roménia	2007	
Finlândia	1995	1999	Croácia	2013	

Fonte: <http://europa.eu>

### **Gráfico 1: Desvalorização do Euro frente ao Dólar em seus primeiros anos**



Fonte: Bloomberg

### ***II.2 - Critérios de Convergência e o PEC***

Os critérios de convergência, também conhecidos como “Critérios de Maastricht”, foram acordados pelos países membros da União Europeia em 1992 como parte do processo preparatório para a introdução do euro e depois foram complementados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento firmado em 1997. Tais critérios visam diminuir a possibilidade de choques assimétricos, criando condições para que um país possa integrar a zona do euro sem trazer riscos de ruptura para ele ou para a união monetária como um todo. Os países que almejam fazer parte da zona do euro devem apresentar:

- Estabilidade dos níveis de preços, com inflação controlada
- Finanças públicas sólidas e sustentáveis, sem apresentar níveis de endividamento excessivos
- Estabilidade da taxa de câmbio, aderindo ao MTC II por um período de pelo menos dois anos sem apresentar grandes tensões
- Taxas de juros de longo prazo estáveis, de forma que demonstre a durabilidade dos critérios de convergência

Na tabela 2 é possível visualizar de forma resumida os critérios de convergência e como cada um é medido.

**Tabela 2: Critérios e Métricas de Convergência**

<b>O que é medido</b>	Estabilidade de Preços	Solidez das Finanças Públicas	Finanças Públicas Sustentáveis	Durabilidade da Convergência	Estabilidade Cambial
<b>Como é medido</b>	Inflação de Consumo	Déficit Público (% PIB)	Dívida Pública (% PIB)	Taxa de Juros de Longo Prazo	Desvio da taxa de câmbio central
<b>Critério de Convergência</b>	Não deve superar em mais de 1.5 pontos percentuais a média dos três países membros com as menores taxas	Não deve ser maior do que 3%	Não deve ser maior do que 60%	Não deve ser superior a 1.5 pontos percentuais à média nos três países membros com as menores taxas de inflação	Participar do MTC II por dois anos, sem apresentar grandes tensões

Fonte: <http://europa.eu>

O Tratado de Maastricht também definiu que tanto os bancos centrais nacionais como o BCE não financiariam os déficits públicos dos países membros, assim como a cláusula de “não socorro”, estabelecendo que nenhum país membro individualmente ou a União Europeia como um todo seriam responsáveis por socorrer financeiramente qualquer outro membro.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento tem como objetivo consolidar a disciplina fiscal na UE, estabelecendo os valores limites para os déficits orçamentários e para as dívidas públicas dos países membros, assim como medidas punitivas para aqueles que não as cumprissem. O Pacto consiste em duas partes, a preventiva e a corretiva, e se aplica para todos os países membros da UE, embora os mecanismos sejam mais rigorosos para os membros da zona do euro.

A parte preventiva visa coordenar as principais metas econômicas e orçamentárias dos países membros da zona do euro e da UE. Em abril de cada ano, os países membros da zona do euro enviam programas objetivando a estabilidade, enquanto os não membros enviam programas de convergência. Esses programas são

analisados por uma Comissão que faz recomendações de políticas específicas para cada país, assim como recomenda políticas econômicas para a zona do euro como um todo, que depois são votadas por um Conselho.

O lado corretivo é acionado quando um país membro ultrapassa o limite de déficit público de 3% do PIB ou quando a dívida pública ultrapassa o limite definido de 60% do PIB. Quando um país ultrapassa os limites fiscais definidos, o Conselho, caso considere os níveis excessivos, faz recomendações de políticas a serem adotadas pelo país e define uma data limite para que o déficit ou a dívida pública voltem para os valores de referência. O Conselho pode estender o prazo limite caso o país membro tenha conseguido progredir nos objetivos fiscais, porém se encontre em uma situação econômica excepcional que o tenha impedido de chegar nos valores de referência no prazo estipulado. Caso um país membro da zona do euro não cumpra o prazo estabelecido, o Conselho pode aplicar sanções ao país. Caso o país não seja um membro, ele não sofrerá sanções, porém muito provavelmente não conseguirá integrar a zona do euro. Na tabela 3 estão destacadas as datas limites para correção de déficit públicos excessivos que vigoram atualmente.

**Tabela 3: Prazos Limites para Correção de Déficits Públicos**

País	Prazo para correção do déficit excessivo	Déficit excessivo corrigido
Chipre	2016	
França	2015	
Grécia	2016	
Irlanda	2015	
Malta	2014	2011
Portugal	2015	
Eslovénia	2015	
Espanha	2016	

Fonte: <http://europa.eu/>

Pelo caráter ortodoxo dos critérios adotados, assim como pela própria localização do BCE, fica evidente a influência alemã, que teve suas exigências e condições aceitas pelos outros países membros, em especial pela França, para que aceitasse abdicar do marco alemão e aderir ao euro.

### ***II.3 - A Crise do Euro***

Os primeiros dez anos da zona do euro foram considerados um grande sucesso, com muitos elogios, tanto de figuras públicas como de economistas do setor privado. Jean-Claude Trichet, presidente do BCE na época, afirmou em junho de 2008 que “o euro é uma realização histórica. Seus primeiros 10 anos foram um sucesso.” Na mesma época o economista-chefe do Goldman Sachs na Europa, Erik Nielsen, escreveu que “até agora, o BCE, o euro e a economia da zona do euro têm todas as marcas de sucesso, inclusive (...) a contribuição para níveis sem precedentes de estabilidade financeira.”<sup>18</sup>

Os elogios à primeira década não eram totalmente injustificáveis na época. Embora a zona do euro não tenha passado um período espetacular de crescimento, ela navegou por momentos turbulentos com relativa tranquilidade. Passou pela bolha das empresas “ponto com” em 2000, pelos atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, pelas crises turca e argentina também no início da década e pelo início da crise financeira mundial de 2008 com bom desempenho e mantendo a estabilidade financeira. Ao analisar a tabela 4, é possível visualizar que o crescimento do PIB no período foi menor do que o dos Estados Unidos, porém o crescimento do PIB per capita foi igual; a taxa de crescimento do emprego foi maior, embora a taxa de desemprego tenha sido consideravelmente maior ao longo do período; a taxa de inflação foi menor; a posição externa foi consideravelmente melhor; e as condições fiscais da zona do euro foram um pouco melhores do que as dos EUA.

---

<sup>18</sup> Ambas as citações desse parágrafo foram retiradas de OVERTVELDT (2012), página 72

**Tabela 4: Comparação entre EUA e Zona do Euro, média do período de 1999-2008**

	Zona do Euro	EUA
<b>Crescimento Real do PIB</b>		
por ano	2.1	2.6
per capita da população	1.6	1.6
<b>Emprego</b>		
taxa média de crescimento	1.3	1
<b>Desemprego</b>		
taxa média	8.3	5
<b>Inflação</b>		
taxa média	2.2	2.9
<b>Orçamento Público</b>		
em % do PIB	-1.8	-2.4
<b>Dívida Pública</b>		
em % do PIB, fim do período	67.2	67.5
<b>Posição Externa</b>		
em % do PIB	0.4	-4.7

Fonte: OVERTVELDT (2012), página 74

O grande problema foi que ao longo desse período de estabilidade financeira, as principais questões apontadas pela teoria de áreas monetárias ótimas não foram solucionadas. Pouco foi feito para aprimorar a mobilidade do fator trabalho e menos ainda para promover uma integração fiscal dos países membros, pelo contrário, como destacou George Soros em 2012: “após a falência do Lehman Brothers, Angela Merkel declarou que as garantias oferecidas a outras instituições financeiras deveria vir de cada país separadamente, e não pela Europa como um todo.”<sup>19</sup> Não apenas os critérios essenciais para amenizar choques assimétricos não foram adotados, como os próprios critérios de Maastricht foram relaxados, pois muitos países não os cumpriam.

Johan Van Overtveldt<sup>20</sup> definiu cinco desequilíbrios básicos escondidos sob o desempenho satisfatório da zona do euro na sua primeira década:

1. “Grandes déficits em conta corrente”
2. “Grandes bolhas de ativos acompanhadas por criação de crédito excessiva”

<sup>19</sup> SOROS (2012): “after the bankruptcy of Lehman Brothers, Angela Merkel declared that the virtual guarantee extended to other financial institutions should come from each country acting separately, not by Europe acting jointly.” Tradução livre

<sup>20</sup> OVERTVELDT (2012), página 74

3. “Enormes déficits públicos”
4. “Endividamento crescente”
5. “Perda de competitividade internacional por vários países-membros”

Pelo gráfico 2 é possível notar que a própria Alemanha ultrapassou o limite de 3% de déficit público por cinco anos consecutivos, entre 2001 e 2005. A Grécia e Portugal não conseguiram respeitar esse limite desde suas respectivas adesões ao euro, enquanto que a Itália não o cumpriu por seis anos consecutivos, entre 2001 e 2006, e a zona do euro como um todo ultrapassou em 2003, com um déficit de 3.1% do PIB. Em relação ao limite da dívida pública, a situação era pior. O limite de 60% do PIB nunca foi cumprido pela zona do euro como um todo, sempre ficando por volta de 70% do PIB até o ano de 2008, a partir de quando cresceu expressivamente. A Grécia e a Itália aderiram ao euro com dívidas públicas acima de 100% do PIB e as mantiveram assim desde então. Portugal passou a descumprir o critério em 2004, quando sua dívida atingiu 61.9% do PIB e a Alemanha que já o havia descumprido em 1999 e 2000, chegou a alcançá-lo em 2001 quando sua dívida pública atingiu 59.1% do PIB, mas desde então ultrapassou o limite de 60% em todos os outros anos.

A perda de competitividade fica clara quando analisamos o desempenho da Alemanha frente ao grupo de países mais frágeis da zona do euro, apelidados de PIIGS<sup>21</sup>. Visualizando os indicadores de competitividade harmonizados baseados na inflação de consumo e no custo da unidade de trabalho no gráfico 3, onde quanto menores os índices, mais competitivo é o país, fica evidente que a Alemanha foi a grande vencedora da zona do euro. Analisando a competitividade baseada na inflação de consumo, é possível notar que num primeiro momento todos os países obtiveram ganhos relevantes de competitividade. Entretanto, o movimento dos PIIGS é revertido a partir de 2002, sofrendo quedas expressivas de competitividade e hoje, após reverterem esse processo, conseguiram apenas voltar aos níveis de duas décadas atrás. A Alemanha, por sua vez, sofreu uma queda de competitividade menor e retomou os ganhos rapidamente, atingindo novos recordes.

---

<sup>21</sup> Sigla em inglês que se refere ao grupo de países formado por Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha

Essa situação se torna mais evidente quando analisamos a competitividade baseada no custo da unidade de trabalho. A Alemanha, que era a economia menos competitiva no início de 1996, com um índice de 113,6, passou a ser a mais competitiva em 2003 e manteve essa superioridade, atingindo 84,7 atualmente. Já os PIIGS ganharam competitividade num primeiro momento, mas a partir de 2002 sofreram perdas expressivas e, após recuperarem parte dessas perdas, hoje apenas regressaram aos níveis de 1996. A maior competitividade da economia alemã está diretamente refletida no seu saldo de transações correntes. Analisando o gráfico 4, verificamos que os PIIGS obtiveram déficits de transações correntes elevados durante quase todo o período analisado, enquanto que a Alemanha passou a apresentar superávits a partir de 2002, chegando a cerca de 5% do seu PIB em 2004 e ultrapassou 6% do PIB em quase todos os anos a partir de 2006.

Muitos economistas acreditam que o euro, da forma como foi criado e gerido, é um dos responsáveis pelos desequilíbrios citados acima. Krugman é mais incisivo, ao afirmar que: “os arquitetos do euro (...) escolheram acreditar que choques assimétricos seriam um problema relativamente pequeno. Em vez disso, o que aconteceu foi o maior de todos os choques assimétricos – um choque que, ironicamente, foi causado pela própria criação do euro.”<sup>22</sup> O racional dessa ideia é que, com a criação do euro, houve uma percepção incorreta por parte dos investidores internacionais de que os riscos dos países membros da zona do euro deveriam convergir.

Num primeiro momento, houve um grande fluxo de capitais dos países centrais da zona do euro, como Alemanha, para os países da periferia, dentre eles os PIIGS, levando à convergência das taxas de juros dos títulos de longo prazo desses países. Como podemos visualizar no gráfico 5, o spread entre os títulos longos alemães e gregos passou de 5.4 pontos percentuais em janeiro de 1998 para 0.09 pontos percentuais em janeiro de 2005, sendo que esse diferencial era muito maior anteriormente (ver figura 3). Durante alguns meses, entre o final do ano de 2004 e o início de 2005, as taxas de juros dos títulos alemães chegaram a ser mais altas que as dos

---

<sup>22</sup> KRUGMAN (2012): “the architects of the euro (...) chose to believe that asymmetric shocks would be a relatively minor problem. What happened instead was the mother of all asymmetric shocks – a shock that was, in a bitter irony, caused by the creation of the euro itself.” Tradução livre

títulos portugueses, demonstrando que, por um breve momento, os investidores vislumbravam Portugal com um risco de crédito menor do que o da Alemanha.

Esse fluxo elevado de capitais foi responsável por um nível de crescimento mais exacerbado e níveis de preços mais elevados na periferia europeia comparativamente aos países centrais. Em alguns casos, culminaram com as bolhas de ativos, como as bolhas imobiliárias vividas pela Espanha e pela Irlanda. No gráfico 6 é possível notar que nos primeiros sete anos da década, os PIIGS, principalmente a Espanha, Grécia e Irlanda, apresentaram taxas de crescimento econômico consideravelmente maiores do que as da Alemanha e da zona do euro. Da mesma forma, esses mesmos países apresentaram taxas de inflação relativamente mais altas do que as alemãs. Krugman afirma que esse movimento já poderia ser considerado um choque assimétrico importante mesmo que tenha ocorrido de forma gradual, tendo sido acomodado pelo BCE com uma taxa média de inflação para a zona do euro um pouco acima da meta estabelecida de 2% ao ano. O grande problema foi quando a situação se inverteu, engatilhada pela crise financeira mundial de 2007/08, revertendo o fluxo de capitais da periferia para os países centrais e forçando a zona do euro a fazer ajustes importantes.

A quebra do Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008 espalhou um sentimento de pânico pelo mercado financeiro mundial. Os balanços dos bancos privados europeus estavam muito expostos aos empréstimos hipotecários subprime (de maior risco) do mercado americano e foram rapidamente contagiados pela aversão ao risco que atingiu o sistema financeiro internacional. A crise de confiança e a recessão econômica logo mostraram a existência de bolhas de ativos nos próprios mercados europeus, principalmente em países como Espanha e Irlanda, cujos preços dos imóveis não eram sustentáveis. Ainda no final do mês de setembro o governo irlandês garantiu todos os depósitos e a maior parte das dívidas de seus bancos, chegando a nacionalizar o Anglo Irish Bank em janeiro de 2009.

Entretanto, o verdadeiro gatilho da crise da dívida europeia só ocorreu em outubro de 2009 quando o ministro das finanças da Grécia, George Papaconstantinou, do recém eleito Partido Socialista Pasok, anunciou que o déficit público para aquele ano seria de 12.5% do PIB, mais do que o dobro das estimativas do governo anterior. Duas semanas depois, o novo primeiro-ministro grego, George Papandreou, anunciou um

plano para trazer o déficit para 9.4% do PIB em 2010. Tal medida não foi suficiente para impedir que as agências de risco internacionais cortassem a nota de crédito do país para níveis próximos ao de perda do grau de investimento. No início de 2010, em meio as greves de trabalhadores e sindicalistas, a Grécia adotou um plano de austeridade fiscal para levar o déficit público para o limite da zona do euro, de 3% do PIB, até o final de 2012. Em fevereiro as preocupações em relação à Grécia se alastraram para outros países da periferia e até para países centrais como a França, que estariam muito expostos aos títulos de dívida gregos.

Em março o governo português anunciou cortes orçamentários, vendas de ativos e congelamento de salários públicos, porém isso não foi suficiente para impedir o corte de sua nota de risco pela agência de risco Fitch no mesmo mês. Ainda no final de março a Irlanda anunciou que seus bancos precisariam levantar mais de 30 bilhões de euros para respeitarem as regras de Basileia exigidas. O mês de abril foi movimentado, com fortes negociações entre o governo grego e os ministros das finanças da área do euro para a conclusão de um plano de ajuda para o país. Com cupons de dívida de mais de 8 bilhões de euros vencendo no mês seguinte, a Grécia solicitou à União Europeia e ao FMI um plano de ajuda de 45 bilhões de euros. Nesse mesmo mês os déficits públicos de 2009 da Grécia e da Irlanda foram revistos para acima do que era previsto anteriormente, atingindo 13.6% e 14.3% do PIB dos respectivos países. As agências de risco voltaram a promover rebaixamentos na periferia europeia e a S&P foi a primeira a cortar a nota de crédito da Grécia para grau especulativo.

Em maio os líderes da zona do euro concordaram com um pacote de resgate de 110 bilhões de euros para a Grécia atrelados à adoção de medidas de austeridade fiscal e o BCE afirmou que aceitaria indefinitivamente títulos de dívida gregos como garantia, independente da nota de crédito do país. Em seguida os líderes europeus aprovaram dois fundos temporários de ajuda para os países membros da zona do euro e da UE, que juntos tinham capacidade de emprestar até 500 bilhões de euros: o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Apesar de Portugal, Espanha, Itália e Grécia anunciarem medidas de austeridade fiscal no mês de maio, como cortes de salários de funcionários públicos, aumentos de impostos e congelamento de pensões, isso não foi suficiente para impedir as agências de rating de promoverem novos cortes nas notas de risco desses países.

Enquanto os líderes políticos buscavam soluções para salvar a Grécia e uma possível ruptura do euro, os protestos em Atenas contra as medidas de austeridade se tornavam cada vez mais violentos, com três pessoas mortas num protesto em maio. Na outra ponta, a coalisão de Angela Merkel sofreu sua mais importante derrota política do pós-guerra, com resistências contra o plano de ajuda à Grécia. Se após os choques assimétricos importantes a zona do euro se mostrava longe de uma área monetária ótima, a união política se apresentava cada vez mais difícil, com críticas do próprio presidente do Bundesbank na época, Axel Weber, ao programa de compras de títulos do BCE. Em fevereiro de 2011, ele renunciou ao cargo.

O segundo semestre de 2010 foi de mais turbulência nos mercados financeiros internacionais e de mais cortes nas notas de risco de países da periferia europeia, como Espanha, Irlanda e Portugal. No final do mês de setembro a Espanha entrou em greve geral pela primeira vez após oito anos para protestar contra as medidas de austeridade adotadas pelo governo e, principalmente, contra o aumento da idade mínima para aposentadoria. Nesse mesmo mês o governo da Irlanda nacionalizou o segundo maior banco do país, o quarto banco a ser nacionalizado pelo governo. Dois meses depois foi a vez do próprio governo irlandês pedir socorro e receber cerca de 80 bilhões de euros de ajuda. Ainda no final de novembro, mais de cem mil pessoas se reuniram na capital irlandesa, Dublin, para protestar contra o plano de austeridade fiscal condicionado ao resgate financeiro.

O ano de 2011 começou movimentado, com a última das três grandes agências de risco, a Fitch, cortando a nota de crédito da Grécia para grau especulativo. Em março, após a oposição rejeitar o pacote de austeridade, o primeiro ministro de Portugal, José Socrates, anunciou que renunciaria ao cargo. No início do mês seguinte, Socrates pediu socorro financeiro para a UE, que aprovou em maio um plano de ajuda de cerca de 78 bilhões de euros. Em junho, apesar das medidas de austeridade que somavam quase 80 bilhões de euros anunciadas pelo primeiro ministro Papandreou no início do ano, a agência de risco S&P cortou a nota de crédito da Grécia para o nível mais baixo dos países avaliados pela agência. Tais medidas de austeridade foram aprovadas no final de junho, em meio a protestos violentos do lado de fora do parlamento. Na mesma época o governo italiano de Berlusconi aprovou medidas que somavam quase 50 bilhões de euros para equilibrar o orçamento e reduzir o déficit fiscal. Foi o mesmo mês

de mudanças na direção de órgãos econômicos importantes, com a nomeação da Ministra das Finanças francesa, Christine Lagarde, para suceder Dominique Strauss-Kahn na presidência do Fundo Monetário Internacional e a nomeação do economista italiano Mario Draghi, apoiado por Angela Merkel, para suceder Jean-Claude Triche na presidência do BCE.

No início do segundo semestre de 2011, a agência de risco Moody's cortou as notas de crédito de Portugal e da Irlanda, tirando-os do grau de investimento. Os líderes europeus concordaram num novo pacote de ajuda para a Grécia, após a aprovação das medidas de austeridade um pouco antes. Em julho, os detentores de títulos de dívida gregos aceitaram perder 21% do valor de face dos seus títulos. Em agosto o BCE decidiu retomar seu programa de compra de títulos de dívida, comprando títulos portugueses e irlandeses, além de sinalizar que poderia começar a comprar títulos italianos e espanhóis no mercado secundário. Nesse mês a volatilidade dos mercados financeiros era tão alta que alguns governos, como o da França, Itália e Espanha, chegaram a banir a venda a descoberto de ações, para tentar impedir especuladores de apostarem na falência de bancos e empresas europeias. Novas medidas de austeridade foram implementadas, com Portugal aumentando a cobrança de impostos sobre ganhos de capital e a Espanha retomando os impostos sobre a riqueza, que haviam sido abandonados em 2008. Os sindicatos italianos fizeram uma greve geral no início do mês de setembro, em protesto contra as medidas de austeridade implementadas pelo governo de Berlusconi, que não foram suficientes para impedir que as três principais agências de risco internacionais, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, cortassem a nota de crédito do país. Também em setembro, outro membro alemão do BCE, Juergen Stark, renunciou ao cargo por se opor à política de compras de títulos de dívida de países em dificuldades de financiamento.

No final de outubro, os líderes europeus concordaram em aumentar os fundos temporários de ajuda financeira para mais de um trilhão de euros, além de recapitalizar bancos europeus, promover um novo pacote de cerca de 100 bilhões de euros para a Grécia e forçar investidores privados à aceitarem perdas de 50% do valor de face de títulos gregos ao invés dos 21% acordados anteriormente. As tensões aumentaram quando o primeiro ministro grego, George Papandreou, solicitou um referendo popular para decidir sobre a adesão ao plano de ajuda promovido pela UE. Três dias depois

desse anúncio, após o corte das ajudas financeiras e um ultimato dado pelos líderes europeus, Papandreou desistiu de convocar o referendo e renunciou para a formação de um novo governo de união nacional, liderado pelo ex-vice-presidente do BCE, Lucas Papademos. Em seguida foi a vez de Berlusconi, primeiro ministro italiano, renunciar ao cargo, já que havia perdido o apoio do parlamento e não conseguiria implementar as medidas de austeridade fiscal exigidas pelos líderes europeus. Mario Monti, um economista e senador italiano, sucedeu Berlusconi. O final de 2011 foi de mais medidas de austeridade promovidas pelos governos da Itália, Irlanda, Espanha e Grécia, com cortes fiscais e aumentos de impostos, acompanhados por protestos violentos em Roma e greves gerais em Portugal e na Grécia.

O ano de 2012 foi ainda pior do que os anos anteriores e começou com o rebaixamento da nota de crédito de nove países da zona do euro, incluindo a retirada da nota AAA da França e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) pela Standard & Poor's. A economia da zona do euro começou a se contrair e as taxas de desemprego atingiram novos recordes, puxadas principalmente pela Grécia e pela Espanha, países em que as taxas de desemprego superavam os 25% (ver gráfico 7). No início do ano, 25 dos 27 países da UE, com a abstenção apenas do Reino Unido e da República Tcheca, assinaram o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança (TECG), um pacto que fortalecia as regras fiscais e as penalidades para os membros que não as cumprissem. A principal imposição desse pacto fiscal foi a de que os déficits estruturais dos governos dos países membros não poderiam ultrapassar 0.5% do PIB do país. O final do primeiro semestre foi de mais tensões, tanto nos mercados financeiros, com a lentidão das negociações em relação à dívida grega e pedidos de ajuda financeira por outros países da periferia, assim como no âmbito social, com protestos violentos e greves gerais contra as medidas de austeridade fiscal na periferia europeia. Na primeira metade do ano também houve uma mudança importante no poder da França, com François Hollande, do Partido Socialista, vencendo Nicolas Sarkozy numa eleição disputada.

No segundo semestre de 2012, os líderes europeus concordaram com a criação de um fundo permanente de resgate financeiro para a zona do euro, o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), com capacidade de emprestar até 500 bilhões de euros, visando substituir os demais fundos temporários criados e fortalecidos anteriormente.

Embora a UE tenha sido condecorada com o prêmio Nobel da paz, "por mais de seis décadas de contribuição para o avanço da paz e da reconciliação, da democracia e dos direitos-humanos na Europa,"<sup>23</sup> a situação na periferia estava longe de ser pacífica. Enquanto o governo grego lutava para estender os prazos para o atingimento das metas fiscais vinculadas aos planos de ajuda financeira, a população ia para as ruas para protestar contra as medidas de austeridade, o desemprego e a piora das condições sociais. Nesse ano o PIB da zona do euro caiu 0,7%, puxado pela Grécia, Portugal, Itália e Espanha, enquanto que a taxa de desemprego terminou o ano beirando os 12%, também pressionadas pelos países da periferia.

Embora também tenha começado com turbulências envolvendo a Itália, Espanha e, principalmente, o Chipre, o ano de 2013 foi melhor para a Europa e o presidente francês, François Hollande, chegou a declarar em junho que a crise havia acabado.<sup>24</sup> No segundo trimestre, a zona do euro saiu da recessão que já durava um ano e meio, puxada pela França e pela Alemanha, e a taxa de desemprego da Espanha começou a cair, seguindo os movimentos de Portugal e da Irlanda. Os investidores se acalmaram e os custos de empréstimo para os países da periferia caíram para os níveis mais baixos desde 2010, assim como o spread entre as taxas de juros dos títulos desses países em relação as taxas de juros dos títulos alemães (ver gráfico 5). A situação voltou a piorar em outubro de 2014, quando as taxas de juros dos títulos gregos voltaram a subir rapidamente, chegando a exceder 9%, assim como o spread entre os custos de empréstimo dos países periféricos em relação a Alemanha. Tal movimento se intensificou mais recentemente, justificado por preocupações em relação ao elevado nível de endividamento dos países periféricos num período de estagnação prolongada e com risco de deflação. Como se pode notar na figura 1, tanto a dívida geral dos governos como das famílias e das empresas não-financeiras aumentaram consideravelmente em relação ao PIB nos países da periferia europeia entre 2007 e 2013, enquanto que na Alemanha se mantiveram constantes. A situação se torna mais alarmante num cenário de deflação, pois enquanto os preços, inclusive os salários, caem, as dívidas costumam ser nominais e não atreladas a índices de preços, portanto o peso das mesmas no orçamento das famílias acaba aumentando. Igualmente, num

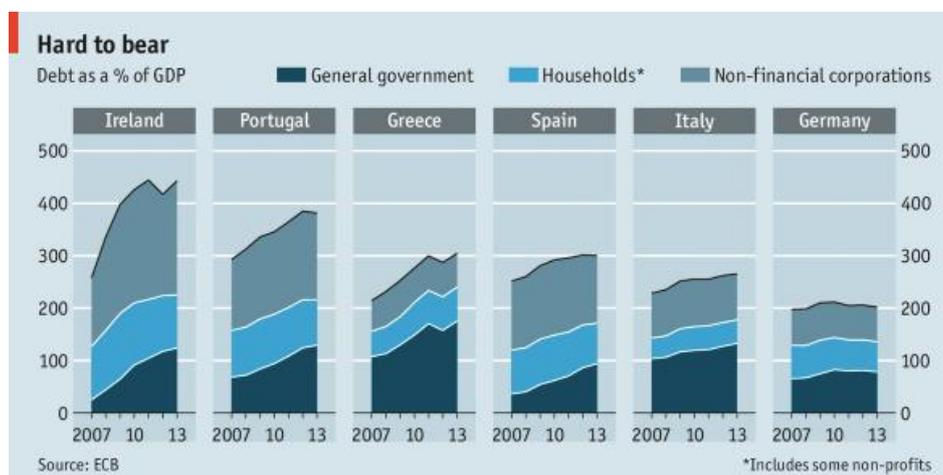
---

<sup>23</sup> [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/peace/laureates/2012/](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2012/): "for over six decades contributed to the advancement of peace and reconciliation, democracy and human rights in Europe." Tradução própria

<sup>24</sup> Ver: <http://www.theguardian.com/world/2013/jun/09/francois-holland-eurozone-crisis-over>

ambiente de estagnação econômica ou de recessão, reduzir a dívida como proporção do PIB acaba se tornando uma tarefa extremamente difícil, já que o valor nominal da dívida deve cair mais do que a queda do produto interno bruto.

**Figura 1: Dívida do Governo, das Famílias e das Empresas Não-Financeiras (%PIB)**



Fonte: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21627647-debt-some-euro-zone-economies-looks-unsustainable-back-reality>

Hoje fica evidente que a frase de François Hollande em junho de 2013 era fruto do excesso de entusiasmo que atinge muitos políticos e que a crise do euro está longe de acabar. Mesmo que se encontre uma solução rápida para os problemas econômicos estruturais, as cicatrizes sociais serão mais difíceis de serem curadas. Apesar do desemprego ter diminuído, as taxas continuam muito elevadas, principalmente na Grécia e na Espanha, onde rondam os 25% (ver Figura 2). A situação se torna exponencialmente mais crítica quando analisamos a taxa de desemprego de jovens entre 15 e 24 anos de idade, que atinge mais de um quarto dos jovens franceses, chega a 35% em Portugal e na Irlanda, 40% na Itália, e ultrapassa 50% na Espanha e na Grécia. O termo “geração perdida” já foi utilizado para descrever os milhões de jovens desempregados no continente europeu e o Comissário de Direitos Humanos para o Conselho Europeu, Nils Muižnieks, trouxe uma questão pertinente: “Uma geração que

está crescendo desempregada, qual será seu posicionamento em relação à Europa, em relação à solidariedade europeia?”<sup>25</sup>

As consequências de longo prazo dessa geração crescendo sem emprego e tendo que arcar com o fardo de uma população em rápido envelhecimento ainda são desconhecidas. No entanto, o resultado das últimas eleições para o Parlamento Europeu, em maio de 2014, pode ser um indicador relevante. A extrema direita teve vitórias importantes na França, com a Frente Nacional liderada por Marine Le Pen, e no Reino Unido, com o Ukip. Outros partidos xenófobos como o Alternativa para Alemanha ou até mesmo partidos que disseminam o fascismo e o antissemitismo como Jobbik na Hungria obtiveram participações relevantes em seus países. O número de assentos ocupados por partidos que questionam a permanência de seus países na UE aumentou consideravelmente. Na Grécia o partido de esquerda radical, Syriza, que é contra as medidas de austeridade fiscal e os planos de ajuda, foi o vencedor com mais de 25% dos votos e venceu as eleições legislativas gregas de janeiro de 2015, após o governo de colisão liderado pelo primeiro ministro Antonis Sâmaras ter renunciado por não conseguir votos suficientes para eleger um presidente.

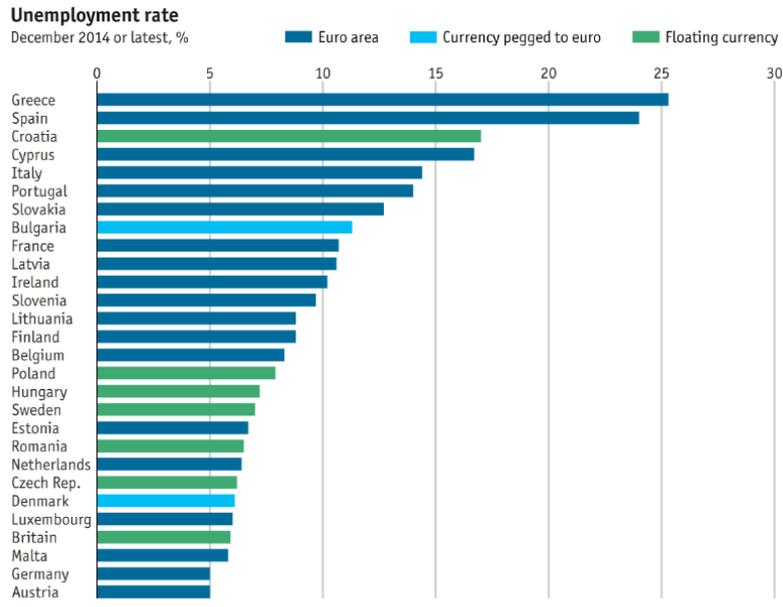
A crise do euro toma proporções gigantescas e suas consequências podem ser o oposto do que se previa com a adoção da moeda única. O xenofobismo parece vencer a união do continente aos poucos e deve ser observado com cuidado. A estratégia de combate a crise deve ser revista. E como Krugman destaca: “não pense que a Europa está tendo uma estratégia difícil mas manejável, posta em perigo por eleitores gregos e tal. A Europa está num beco sem saída; (...) A Grécia está fazendo um favor ao resto da Europa ao soar um alerta.”<sup>26</sup>

---

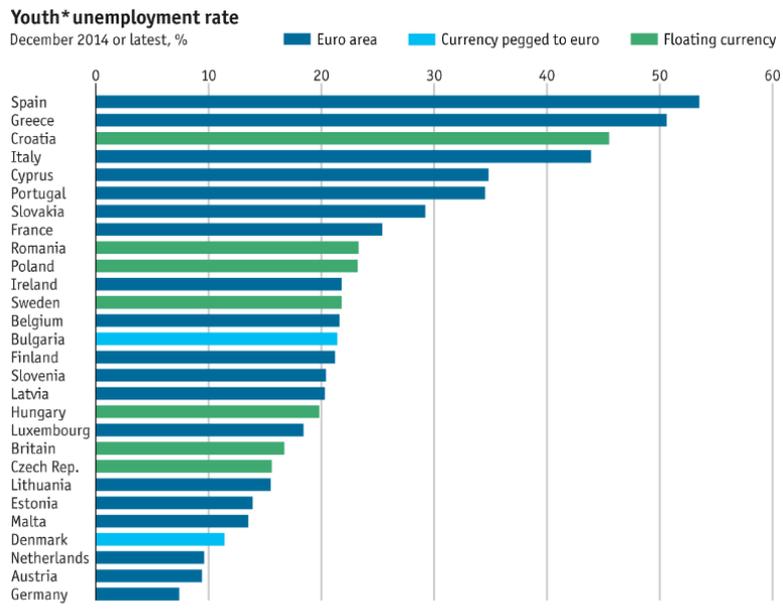
<sup>25</sup> MCDONALD-GIBSON (2013): “A generation that is growing up unemployed, what will be its stance towards Europe, towards European solidarity?” Tradução livre

<sup>26</sup> KRUGMAN (2015): “don’t think of Europe as having a tough but workable economic strategy, endangered by Greek voters and such. Europe is at a dead end; if anything, Greece is doing the rest of Europe a favor by sounding a wake-up call.” Tradução livre

**Figura 2: Taxa de Desemprego Geral e Taxa de Desemprego de Jovens**



Source: Eurostat

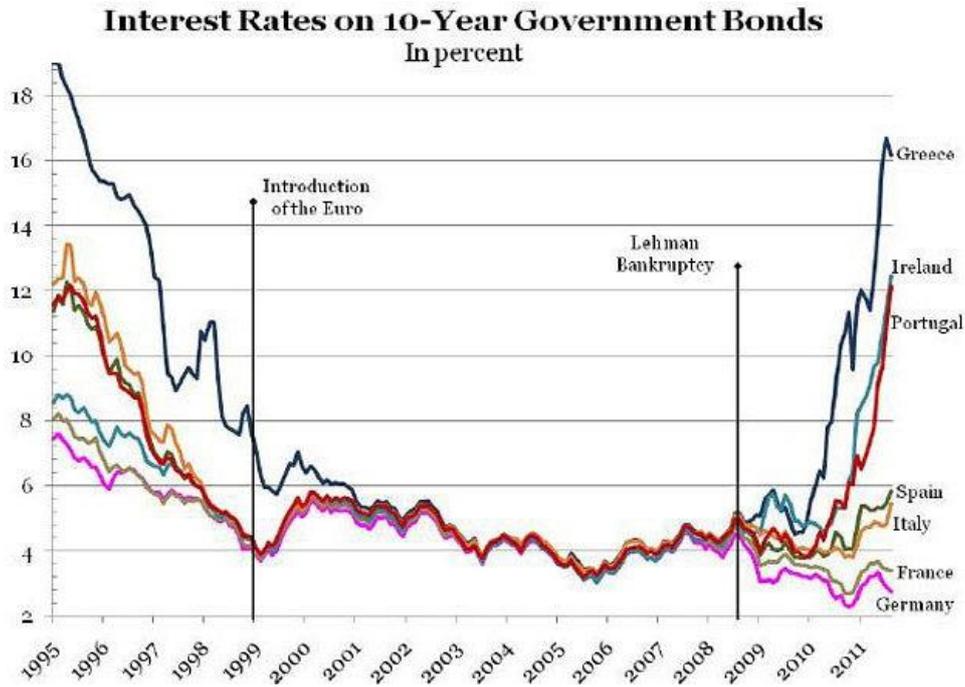


Source: Eurostat

\*15- to 24-year-olds

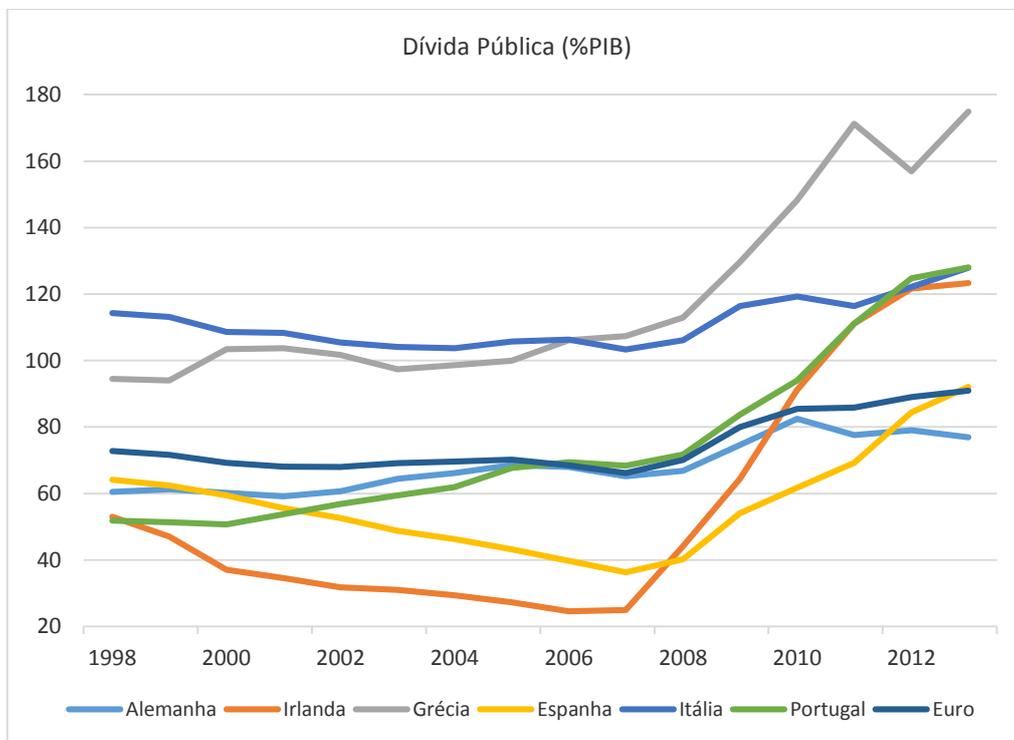
Fonte: <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2014/12/european-economy-guide>

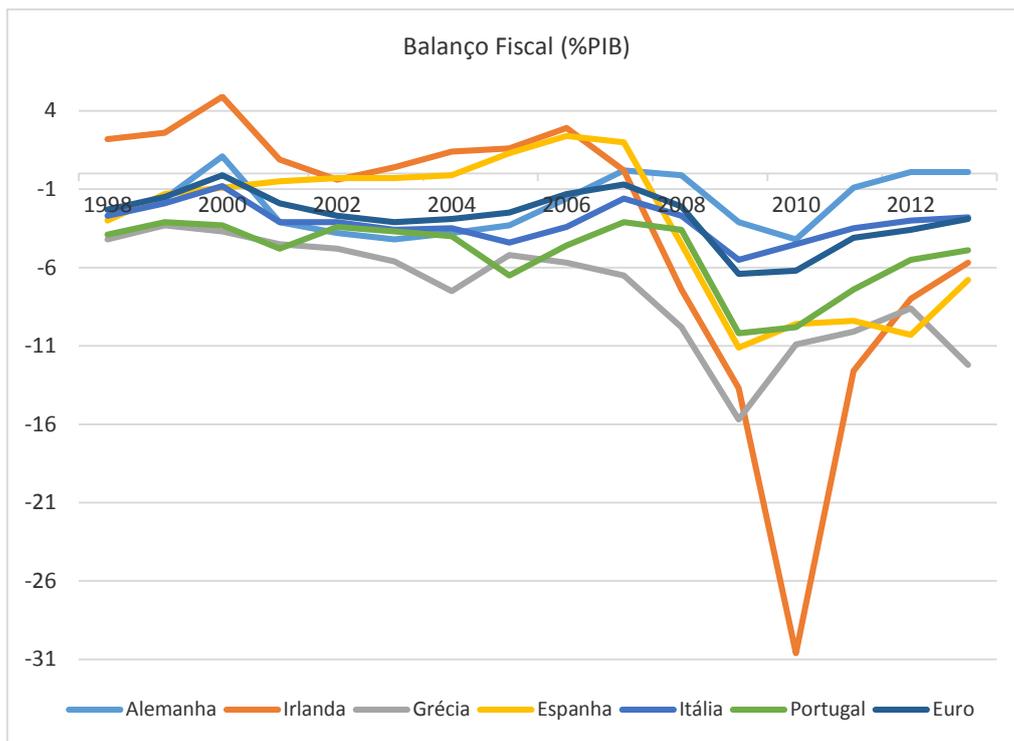
**Figura 3: Taxas de Juros de Títulos de Dívida de 10 Anos do Governo**



Fonte: <http://www.npr.org/blogs/money/2012/06/04/154282337/the-crisis-in-europe-explained>

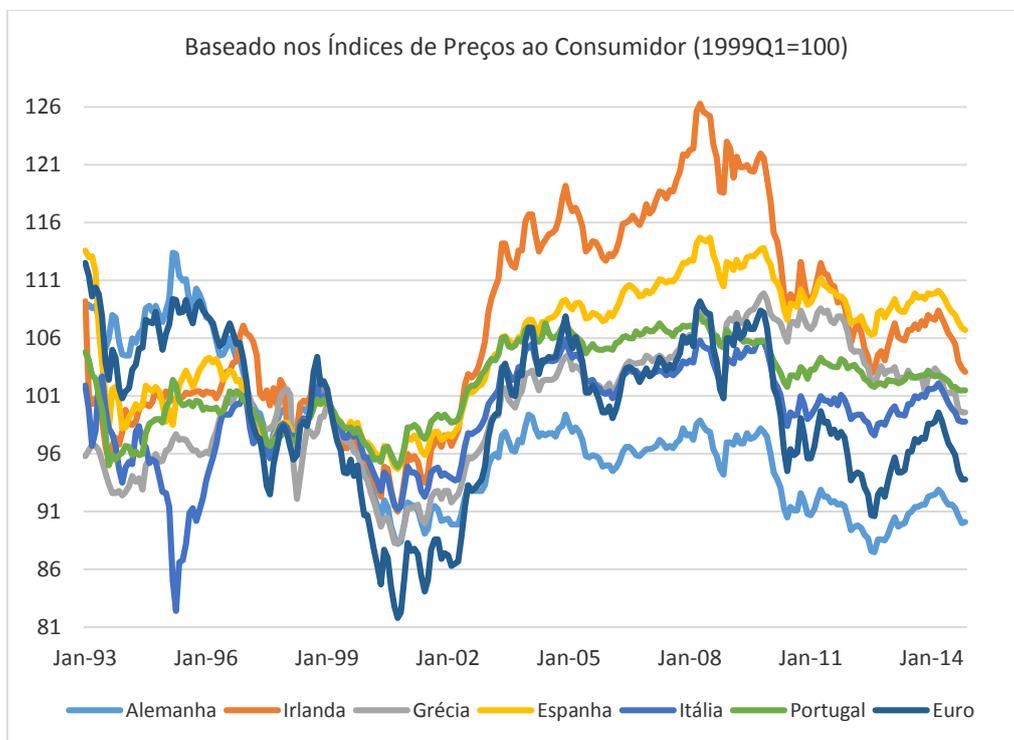
**Gráfico 2: Endividamento e Balanço Fiscal do Governo**

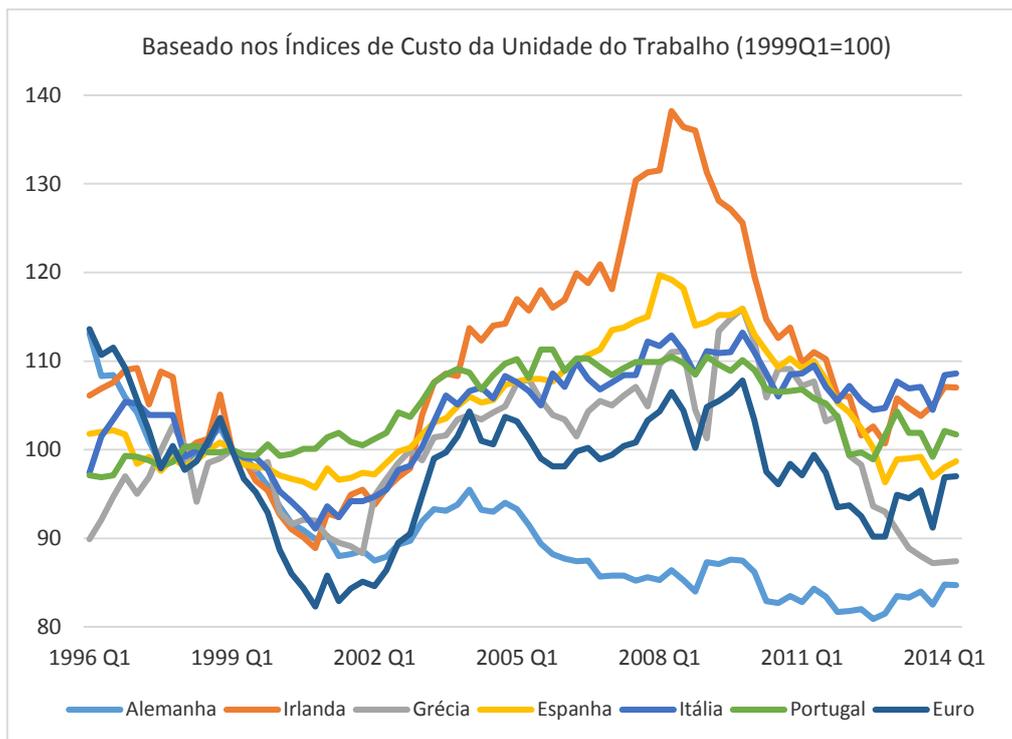




Fonte: Bloomberg

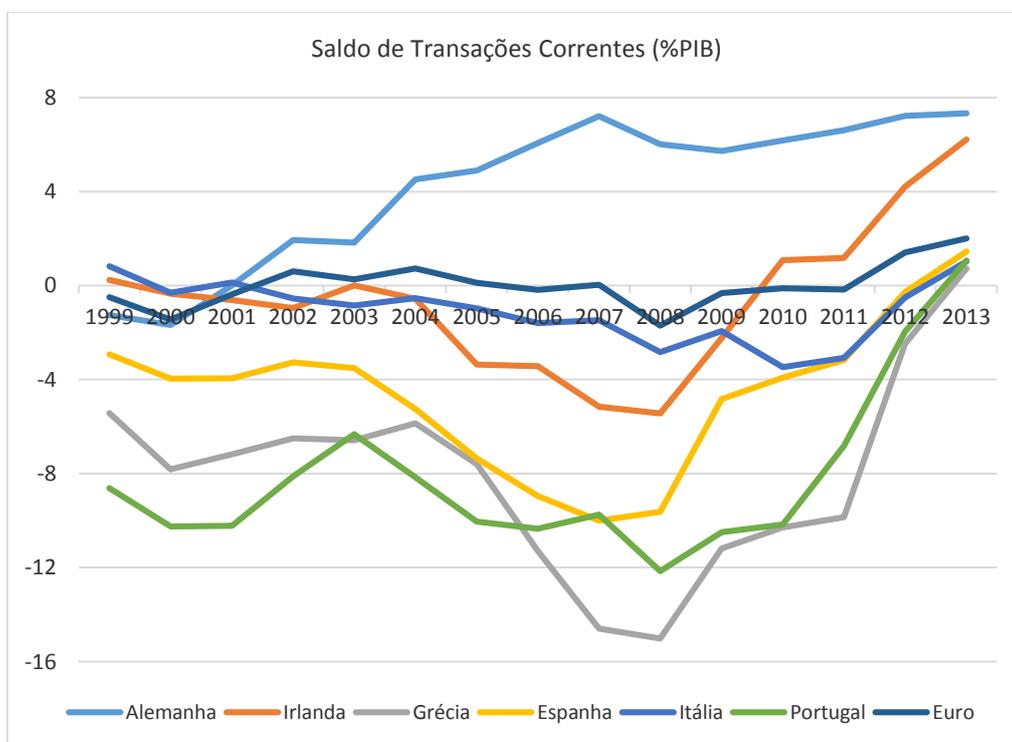
**Gráfico 3: Indicadores de Competitividade Harmonizados**





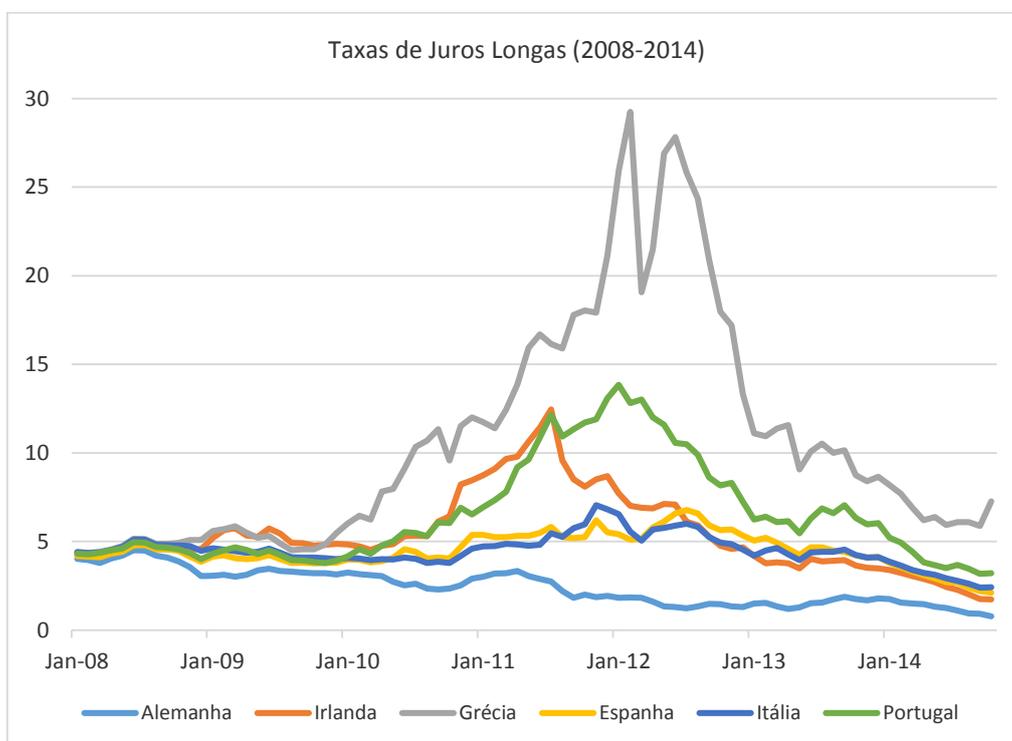
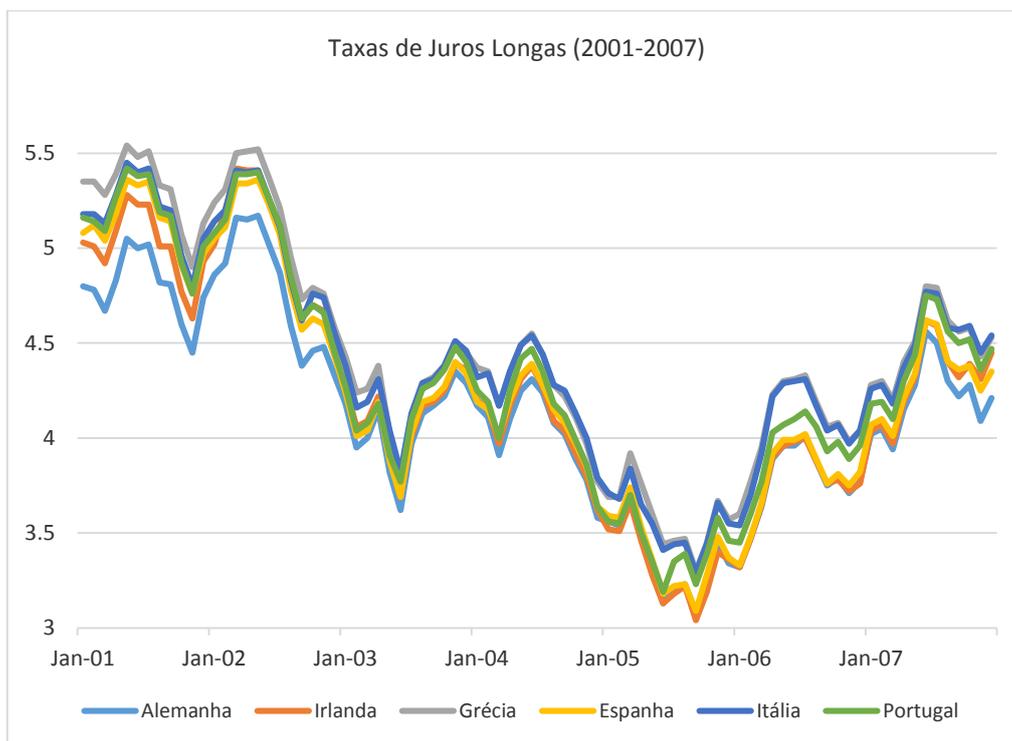
Fonte: <http://europa.eu>

**Gráfico 4: Saldo de Transações Correntes**



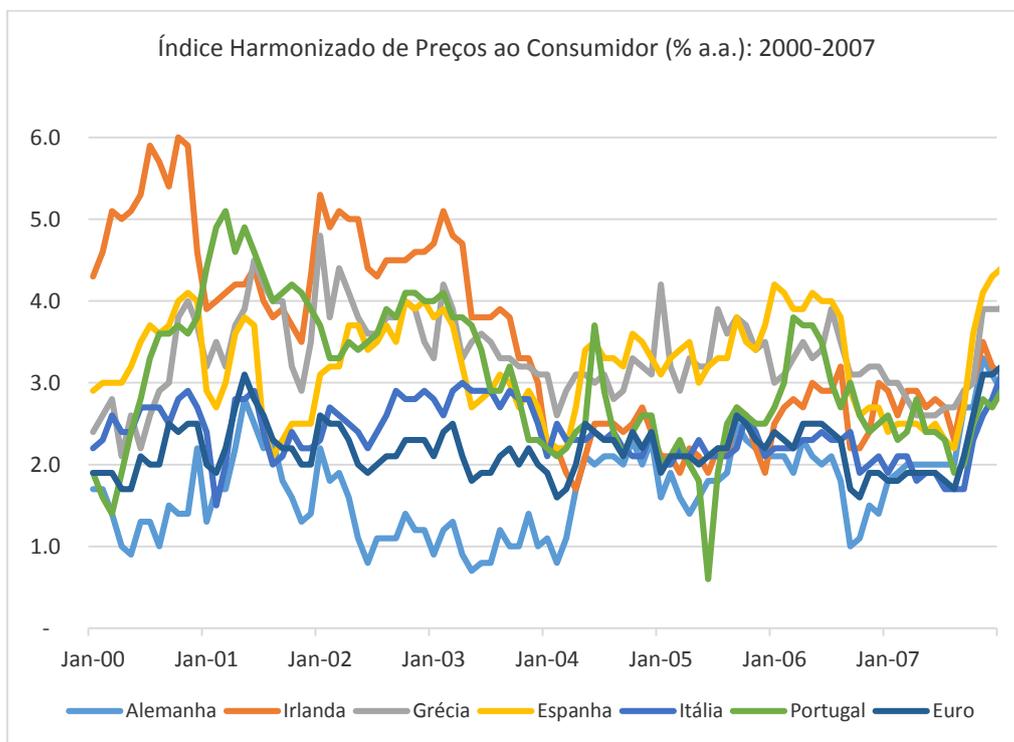
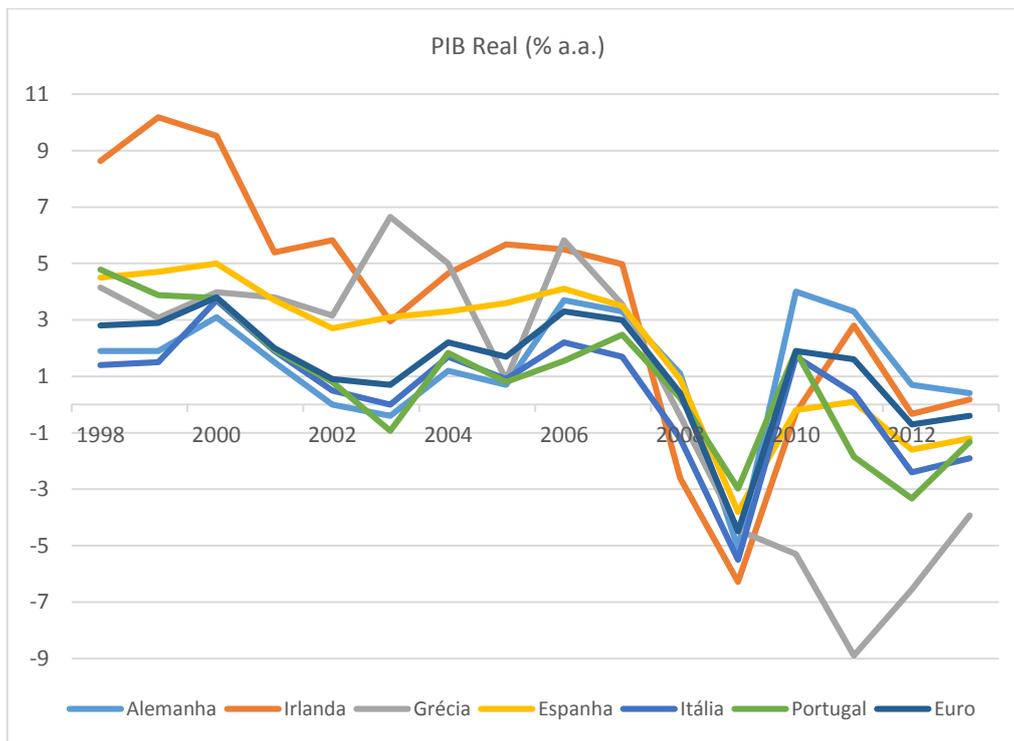
Fonte: Bloomberg + IMF

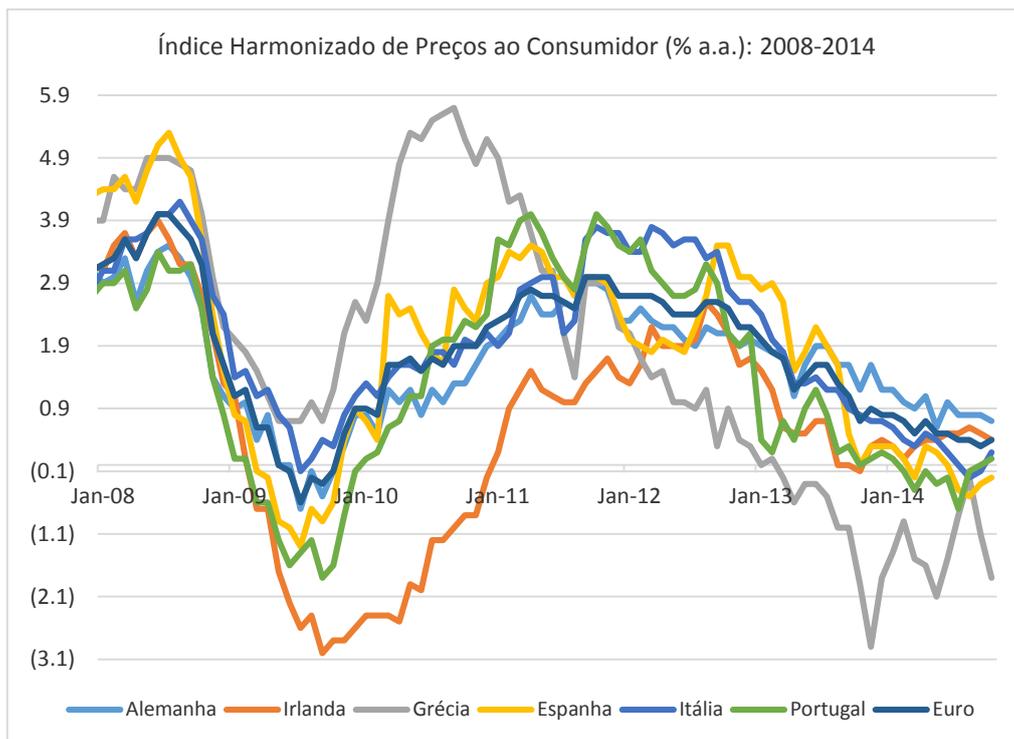
**Gráfico 5: Taxas de Juros Longas: Alemanha x PIIGS**



Fonte: <http://europa.eu>

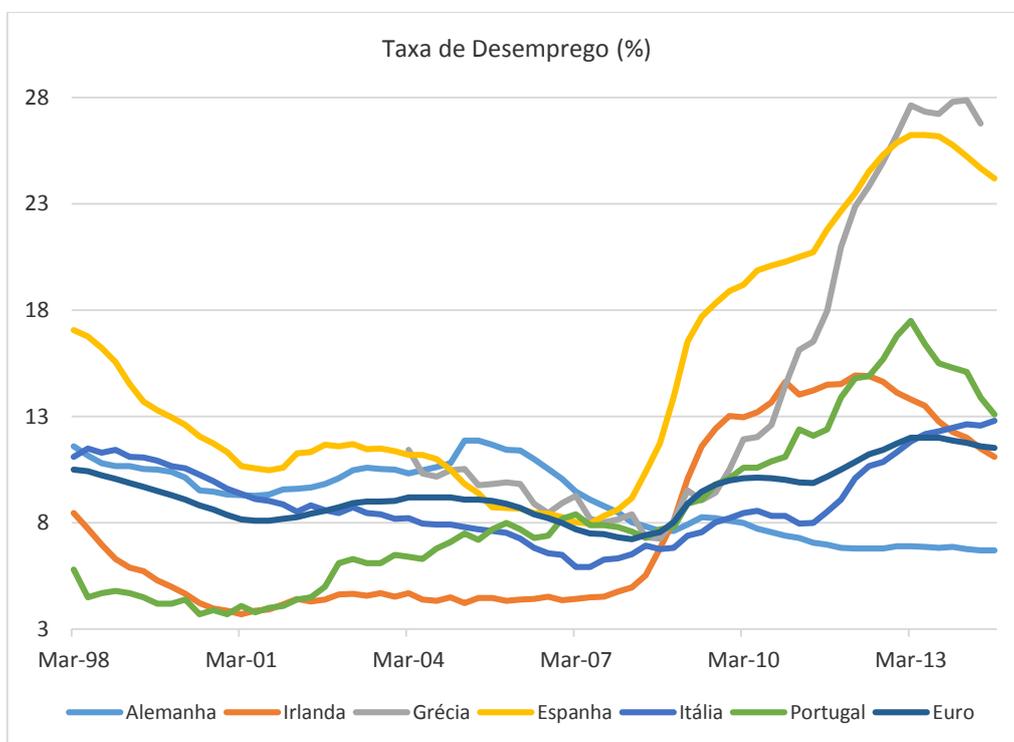
**Gráfico 6: PIB Real e Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor**





Fonte: Bloomberg + <http://europa.eu>

### Gráfico 7: Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg

## CAPÍTULO III - ANÁLISE COMPARATIVA

### *III.1 - A Espanha e o Ajuste Interno*<sup>27</sup>

A Espanha foi um dos países da zona do euro mais afetados pela crise financeira internacional de 2008 e pela crise da dívida soberana europeia de 2010. O país entrou em recessão no terceiro trimestre de 2008, passando por dez trimestres consecutivos de recessão, até o segundo semestre de 2010. Após um breve período de recuperação, a atividade econômica voltou a cair na segunda metade de 2011. A fragilidade da economia espanhola lhe rendeu a participação no grupo de países frágeis da zona do euro, apelidado de PIIGS.

Embora à primeira vista possa parecer que as fragilidades das economias desses países surgiram com a crise de 2008, foram os desequilíbrios construídos ou expandidos na primeira década da zona do euro que contribuíram de forma relevante para a vulnerabilidade de suas economias. A crise foi um choque assimétrico brusco e intenso que impediu a correção gradual desses desequilíbrios, porém o período de bonança anterior também deve ser considerado como um choque assimétrico mesmo que tenha ocorrido de forma mais gradual. No caso da Espanha, a “crise financeira internacional precipitou a correção dos excessos imobiliários e do endividamento do setor privado que caracterizaram a etapa de alto crescimento.”<sup>28</sup> A participação da Espanha numa área monetária comum não só é importante para explicar os desequilíbrios construídos ou expandidos nos primeiros anos da década, como também define o caráter do ajuste e das políticas utilizadas para combater a crise.

Nos primeiros anos da criação da zona do euro, com a eliminação do risco cambial entre os países membros, os investidores internacionais passaram a desconsiderar o risco específico de cada país nas suas decisões de alocação de capital e geraram-se expectativas muito otimistas sobre a convergência dos países periféricos, entre eles os PIIGS, para os padrões econômicos e sociais dos países centrais. No início da década, portanto, iniciou-se um grande fluxo de recursos estrangeiros, vindos

---

<sup>27</sup> Para a parte III.1 o autor utiliza como base, principalmente, o texto ORTEGA e PEÑALOSA (2012) e os gráficos de n°8 ao n°13

<sup>28</sup> ORTEGA e PEÑALOSA (2012), página 7: “la crisis financiera internacional precipitó la corrección de los excesos inmobiliarios y de endeudamiento del sector privado que caracterizaron la etapa de alto crecimiento.” Tradução livre

principalmente dos países centrais da zona do euro, para a periferia. Com fácil acesso ao crédito farto, as famílias aumentaram rapidamente o consumo e as empresas expandiram seus investimentos. Entre 1999 e 2007, o consumo das famílias espanholas aumentou quase 33%, mais do que o dobro da alta de 14% da zona do euro. No mesmo período a formação bruta de capital fixo aumentou 60% na Espanha, contra 23% na zona do euro. Em contrapartida, o endividamento das famílias saiu de 69% do PIB no início da década para 130% em 2007, enquanto que o endividamento das empresas subiu de 77% do PIB para 132%.

Embora os gastos do governo tenham aumentado 48% no período, muito acima dos 16% da zona do euro, o endividamento do governo espanhol caiu de 59% do PIB em 2000 para 36% em 2007, enquanto que a dívida pública da zona do euro se manteve estável por volta dos 70%. Enquanto a Espanha apresentou déficits públicos pequenos ou até superávits, que chegaram a ultrapassar 2% do PIB em 2006 e 2007, a zona do euro apresentou déficits em todos os anos, chegando a ultrapassar 2% do PIB durante cinco anos consecutivos, entre 2001 e 2005. O aumento dos gastos do governo foi compensado pelo aumento de 34% do PIB no período, contra 18% da zona do euro, que, além de aumentar o denominador da razão dívida/PIB, elevou a arrecadação de impostos, aumentando a receita do governo espanhol.

O aumento do consumo, junto com a apreciação do euro, influenciou diretamente no aumento de 72% das importações, entre 1999 e 2007, enquanto que na zona do euro esse aumento foi de 54%. Já as exportações espanholas cresceram 45% no período, abaixo dos 59% de crescimento apresentado pela zona do euro. Com as importações crescendo num ritmo mais elevado do que as exportações, a Espanha apresentou déficits de transações correntes relevantes e crescentes ao longo dos sete primeiros anos da década de 2000, chegando a ultrapassar 10% do PIB nos primeiros dois semestres de 2008. A expansão rápida do consumo também foi responsável por gerar pressões inflacionárias em diversos setores da economia, fazendo com que a Espanha tivesse uma média de inflação mais elevada do que a da zona do euro entre 2000 e 2007, afetando negativamente a competitividade da economia espanhola. Em alguns setores, como no mercado imobiliário, as pressões sobre os preços foram mais fortes, com a formação de bolhas de ativos. Em apenas dois anos, entre 2006 e 2007, o

Índice de Preços de Imóveis Residenciais subiu 21,1%, mais do que o dobro da alta de 9,9% na zona do euro.

Uma particularidade da economia espanhola foi o aumento da importância do setor de construção civil, cujo valor adicionado bruto saiu da faixa de 10% do PIB no início da década para 14% em 2007. O setor, que já tinha um peso maior na economia espanhola do que na economia da zona do euro, aumentou a diferença ao longo dos primeiros anos, já que o valor adicionado bruto da zona do euro se manteve entre 5,9% e 6,7% do PIB no mesmo período. O aumento da importância desse setor é um dos fatores que explica o forte crescimento dos investimentos, assim como a redução da taxa de desemprego, por ser um setor intensivo em mão-de-obra. A taxa de desemprego convergiu para patamares próximos ao da zona do euro nos primeiros sete anos da década, saindo de 12,9% em 1999, contra 9,2% da zona do euro, para 8,8% em 2007. Nesse mesmo período a taxa de desemprego de jovens caiu de 24,7% para 19,6%, enquanto que na zona do euro caiu de 20,7% para 15,3%.

No período de 1999 a 2007 a composição do PIB sofreu algumas alterações relevantes. Enquanto o peso do consumo das famílias caiu quase três pontos percentuais, de 59,7% para 57% do PIB, a formação bruta de capital fixo foi a que mais ganhou peso, subindo de 24,9% para 31% do PIB. O consumo do governo, por sua vez, permaneceu praticamente estável, aumentando menos de um ponto percentual, de 16,8% para 17,7%. Enquanto as exportações perderam peso no PIB, caindo de 26,4% para 25,7%, as importações subiram mais de três pontos percentuais, saindo de 28,3% para 31,7%.

A crise financeira de 2008 teve impactos muito negativos sobre a economia da zona do euro, mas os danos foram maiores sobre os países mais vulneráveis, como os que cultivavam déficits de transações correntes elevados ou que estavam expostos a bolhas de ativos, como no mercado imobiliário. A crise causou endurecimento das condições de financiamento e deterioração da confiança dos agentes econômicos em muitos países do mundo. Na Espanha essas mudanças afetaram particularmente a demanda por bens duráveis e novas residências, reduzindo assim os investimentos no mercado de construção civil e, por fim, levando à queda dos preços no mercado imobiliário. Entre o início de 2008 e o final de 2009 o Índice de Preços de Imóveis

Residenciais teve uma queda de 9,4% na Espanha, enquanto que na zona do euro essa queda foi de 2,2%. Como esse setor é intensivo em mão-de-obra, a queda nos investimentos não só afetou diretamente o PIB, como também afetou o emprego, contribuindo negativamente para a perspectiva de crescimento futuro. Já a queda dos preços dos imóveis afetou a riqueza, também contribuindo negativamente para as expectativas de retomada do consumo e da economia.

Embora no acumulado de 2008 e 2009 o PIB espanhol tenha caído menos do que o da zona do euro, 2,4% de queda contra -4%, o consumo das famílias caiu 4,3% e a formação bruta de capital fixo caiu 20,1%, muito acima das quedas de 0,7% e 11,4%, respectivamente, da zona do euro. A expressiva queda da demanda nacional espanhola fez com que as importações caíssem 22,9% no período, contra 10,6% na zona do euro. O arrefecimento do comércio global fez com que as exportações também caíssem, embora num ritmo menos elevado de 11,8%, enquanto que na zona do euro essa queda foi de 11,9%. Dessa forma o déficit de transações correntes da Espanha entrou em trajetória de declínio, saindo de 10,2% do PIB na metade de 2008, para 4,3% no final de 2009. A queda dos níveis de preços também foi maior na Espanha, com o índice harmonizado de preços ao consumidor caindo 0,2% em 2009, contra uma alta de 0,3% da zona do euro. A taxa de desemprego, por sua vez, mais do que duplicou, saindo de 8,8% em dezembro de 2007 para 19% no final de 2009, enquanto que a taxa de desemprego de jovens saiu de 19,6% para 39,4%. No mesmo período, a zona do euro registrou aumentos mais modestos, de 7,3% para 10% na taxa de desemprego e 15,3% para 21,1% no caso dos jovens com menos de 25 anos.

Visando incentivar a economia, o governo espanhol seguiu a tendência mundial de políticas anticíclicas e o consumo do governo subiu 10,3% no período, mais do que o dobro da alta de 4,9% da zona do euro. Para tal, o governo saiu de um superávit fiscal de 2,0% do PIB em 2007 para um déficit de 4,5% em 2008 e de 11,1% em 2009. Nesse mesmo período a zona do euro aumentou seu déficit fiscal de 0,7% do PIB em 2007 para 2,1% em 2008 e 6,3% em 2009. Enquanto a dívida pública da zona do euro subiu de 66% do PIB em 2007 para 80% em 2009, a da Espanha subiu num ritmo mais elevado, saindo de 36% do PIB para 54%.

Com esses movimentos, o peso do consumo das famílias caiu para 56,1% do PIB e a formação bruta de capital fixo caiu mais de seis pontos percentuais, para 24,3%. O consumo do governo foi o único componente cujo peso aumentou, subindo para 20,5% do PIB. As exportações caíram para 22,7% do PIB, mas essa queda foi amenizada pela queda bem maior das importações, que caíram quase oito pontos percentuais, para 23,8% do PIB.

Em 2010, com a piora da situação fiscal grega, os investidores internacionais voltaram a prestar mais atenção nas disparidades entre as situações econômica e fiscal dos diversos países que formavam a zona do euro, trazendo de volta a análise do risco país nas suas decisões de alocação de capital. Surgiram, então, as preocupações com o déficit externo, o nível de endividamento e a possibilidade de saída de alguns países da união monetária, que num caso extremo poderia levar à ruptura da mesma. Isso levou à uma reversão do fluxo de capitais que prevaleceu em grande parte da primeira década do euro, com volta dos recursos para os países centrais.

O processo de digestão dos desequilíbrios na Espanha fez com que a necessidade de redução do endividamento das famílias e das empresas ocorresse justamente no momento em que o consumo privado se encontrava estagnado e ao mesmo tempo em que ocorria um processo de consolidação fiscal do setor público, com cortes nos gastos do governo e aumentos de impostos. Tal situação fez com que o movimento de arrefecimento da atividade econômica se prolongasse.

O nível elevado de déficits de transações correntes que a Espanha apresentou nos primeiros 12 anos do euro é fruto direto de sua perda de competitividade frente aos demais países da zona do euro (ver gráfico 11). Num país com sua própria moeda e livre flutuação, tal situação seria automaticamente corrigida via desvalorizações cambiais, porém como a Espanha faz parte de uma união monetária, o ajuste tem que vir por meio de desvalorizações internas. Como mencionado por Ortega e Peñalosa, o mercado de trabalho espanhol possui algumas características institucionais que tornam o mecanismo de ajuste via preços e salários bastante limitado quando comparado com outros países. O mercado de trabalho espanhol possui problemas endêmicos, como “baixos níveis de participação, escassa capacidade de gerar emprego e dificuldades para reduzir a taxa de

desemprego.”<sup>29</sup> No entanto, durante os primeiros anos da década a Espanha conseguiu elevar sua taxa de ocupação e reduzir a taxa de desemprego, chegando ao mínimo de 8% em março de 2007, influenciado pelo pujante setor de construção civil. As características desse setor contribuíram para um modelo de especialização focado no fator trabalho, com mão-de-obra pouco qualificada, níveis altos de trabalho temporário e incrementos moderados na produtividade.

Com o colapso da crise internacional de 2008 e, em seguida, da crise das dívidas soberanas de 2010, o modelo de crescimento no qual a Espanha havia se baseado nos anos de auge se mostrou insustentável. O mercado imobiliário e, por consequência, o setor de construção civil foram particularmente afetados, reduzindo de forma relevante a oferta de postos de trabalho. A taxa de desemprego continuou seu movimento de alta, atingindo a máxima de 26,3% em março de 2013. Mesmo com uma leve melhora, a taxa de desemprego fechou o ano de 2014 em 23,7%, patamares muito elevados quando comparamos com a taxa de 11,4% da zona do euro. A taxa de desemprego dos jovens é ainda mais preocupante e atinge metade dos jovens espanhóis com menos de 25 anos. A taxa saiu do mínimo de 17,2% em março de 2007, para fechar o ano de 2014 em 51,4%, enquanto que na zona do euro essa taxa é de 23%.

Como podemos verificar no gráfico 13, a política fiscal expansiva dos primeiros anos da crise internacional causou um rápido aumento do endividamento público, saltando de 36% do PIB em 2007 para 94% em 2013. O setor público saiu de um superávit fiscal de 2% do PIB em 2007 para déficits elevados, que rondavam os 10% entre 2009 e 2012. No entanto, as medidas discricionárias expansivas adotadas foram revertidas com o processo de consolidação fiscal e a Espanha conseguiu reduzir o déficit para 7,1% em 2013 e 5,6% em 2014.

Embora seja difícil de mensurar, parece que a política fiscal anticíclica adotada com a crise de 2008 teve efeitos limitados para estimular a economia, enquanto que o processo de consolidação fiscal parece estar tendo efeitos contrativos relevantes. Entre o início de 2010 e o terceiro trimestre de 2014 os preços dos imóveis continuaram a cair, com o Índice de Preços de Imóveis Residenciais apresentando uma queda

---

<sup>29</sup> ORTEGA E PEÑALOSA (2012), página 31: “bajos niveles de participación, escasa capacidad para generar empleo y dificultades para reducir la tasa de desempleo.” Tradução livre

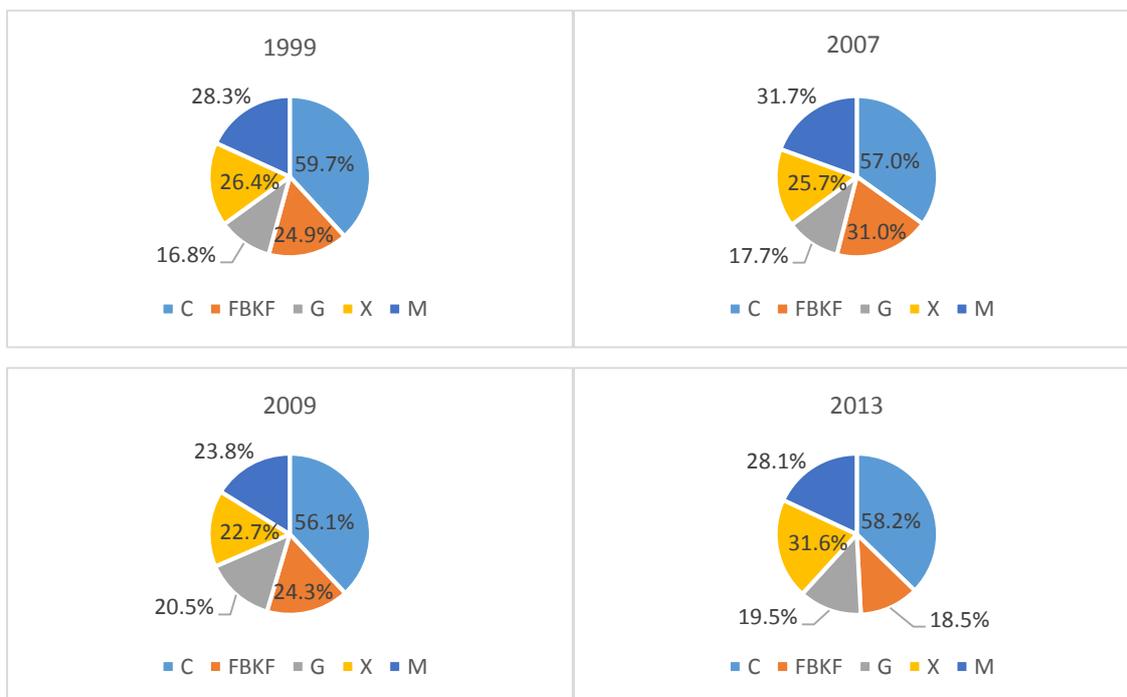
impressionante de 28,6%, contra queda de apenas 1,8% na zona do euro. Enquanto o PIB da zona do euro subiu 2,4% entre 2010 e 2013, o PIB espanhol apresentou queda de 3,9%. Esse movimento foi liderado pela queda de 21,1% na formação bruta de capital fixo, contra uma queda de 4,7% na zona do euro. Essa queda está atrelada, entre outros fatores, à continuação da deterioração do setor de construção civil, cujo valor bruto adicionado caiu de 13% em 2009 para 7,8% em 2013. O consumo das famílias caiu 6,8% no período, quase sete vezes a queda de 1% apresentada pela zona do euro. O processo de consolidação fiscal forçou o governo espanhol a reduzir seus gastos em 5,3%, contra alta de 0,7% na zona do euro. A queda na demanda nacional fez com que as importações caíssem 1,1%, enquanto que as exportações subiram 24%, melhorando consideravelmente o saldo de transações correntes, que saiu de um déficit de 4,3% do PIB no final de 2009 para superávit de 1,4% no final de 2013.

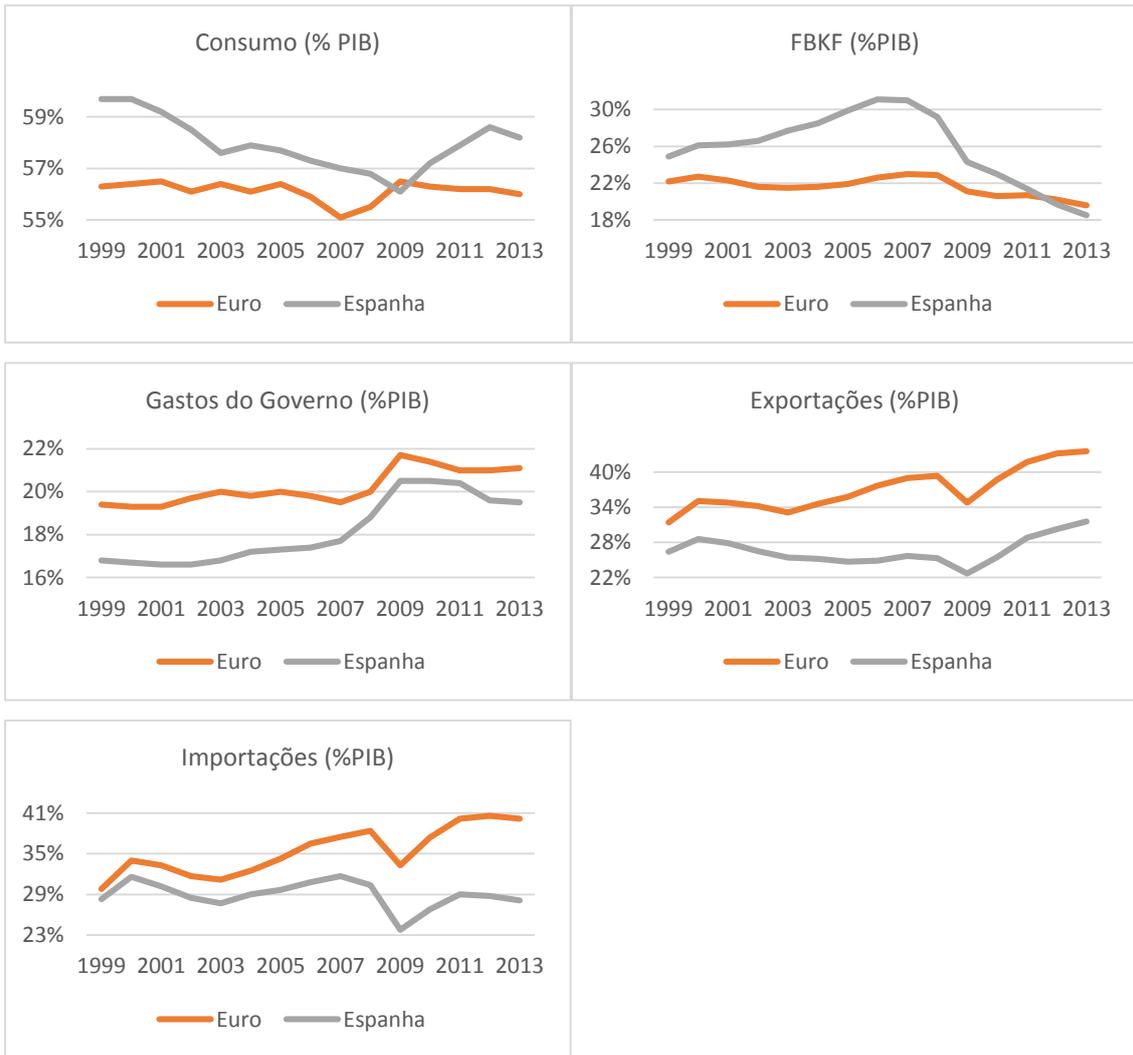
Com esses movimentos o peso do consumo subiu para 58,2% do PIB em 2013, ganhando espaço da formação bruta de capital fixo que apresentou uma forte queda para 18,5% e dos gastos do governo que caíram para 19,5%. O peso das exportações subiu quase nove pontos percentuais para 31,6% do PIB, enquanto que o das importações subiu um pouco mais de quatro pontos percentuais, para 28,1%.

Mesmo que a Espanha tenha apresentado leves melhoras em alguns indicadores econômicos, o país está longe de poder comemorar. Quase um quarto da população continua desempregado e a taxa de desemprego atinge mais da metade dos jovens de menos de 25 anos. O PIB per capita por paridade de poder de compra que, em 2002 estava no mesmo nível da União Europeia e chegou a ser um pouco acima entre 2005 e 2009, fechou o ano de 2013 6% abaixo do nível da UE. Os preços na zona do euro e na Espanha estão apresentando quedas consecutivas e o risco de um período prolongado de deflação é cada vez maior. Níveis muito baixos de preços na zona do euro tornam o ajuste na Espanha mais difícil, já que para melhorar sua competitividade o país precisaria baixar nominalmente os preços e salários, que é um processo muito mais complicado do que o de ter uma taxa de inflação positiva, porém menor do que a da zona do euro. Por sua vez, um período prolongado de deflação ou de níveis muito baixos de preços na Espanha seria muito prejudicial, não apenas para o crescimento econômico, mas também porque o nível de endividamento do setor privado continua muito elevado. Embora tenham caído nos últimos anos, a dívida das empresas fechou o

ano de 2013 em 129% do PIB, enquanto que a dívida das famílias encerrou o ano em 117%. Como os juros das dívidas muitas vezes são nominais, não atrelados aos índices de preços, o peso das dívidas se torna maior num ambiente deflacionário.

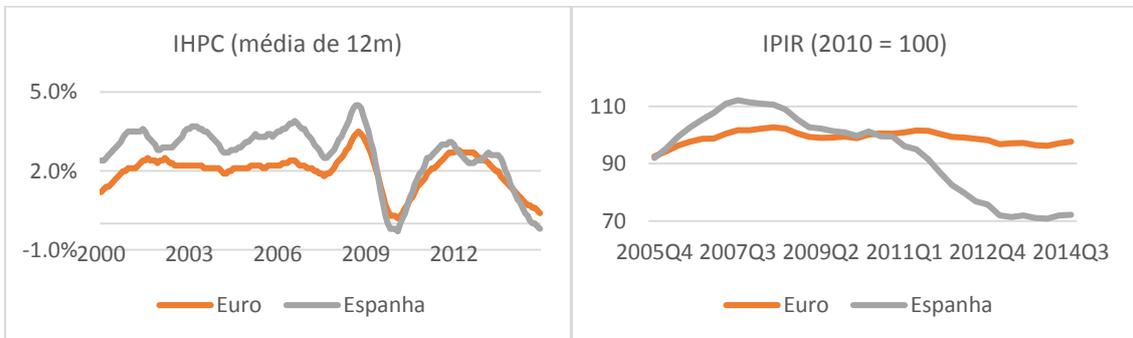
**Gráfico 8: Evolução da Composição do PIB da Espanha**





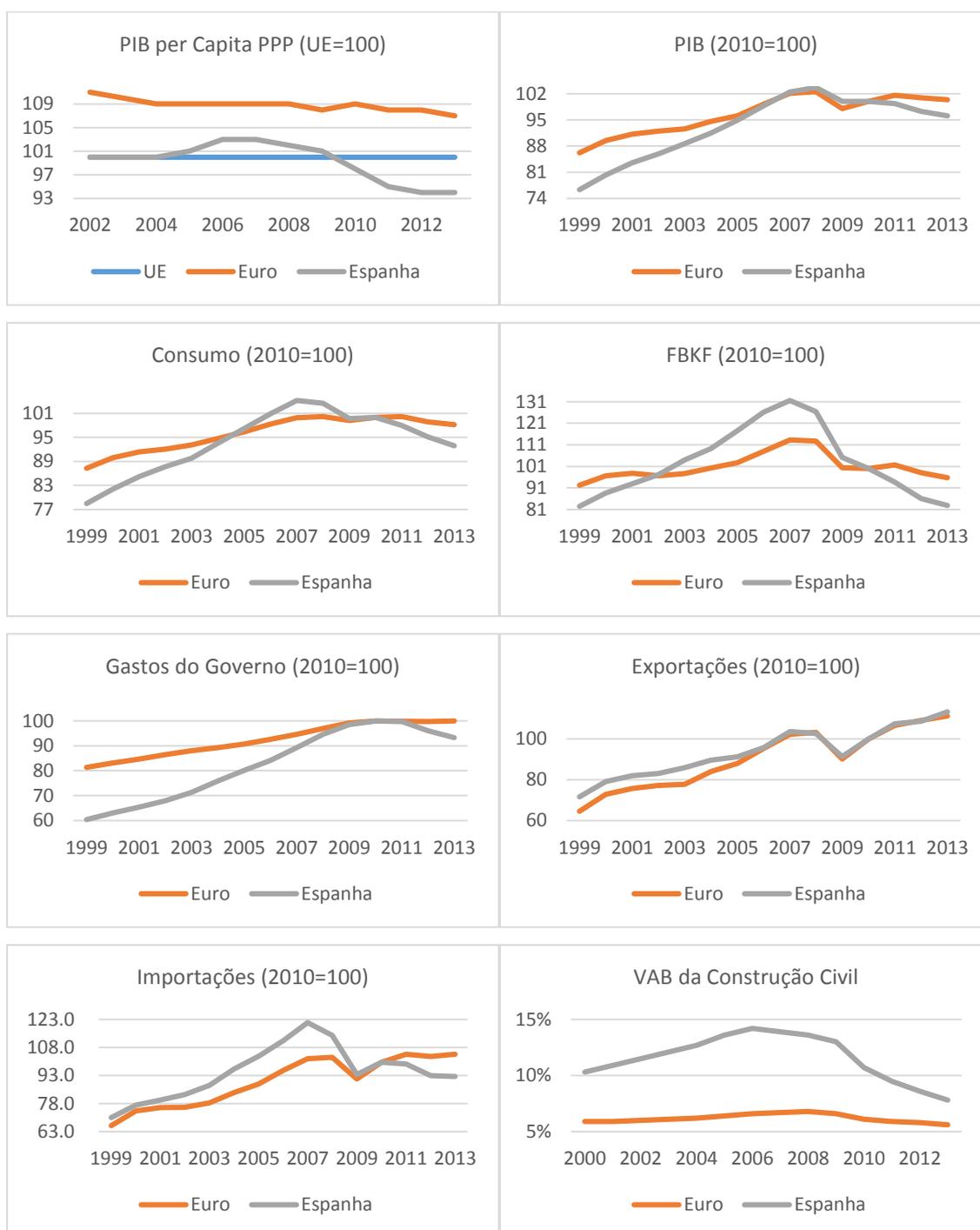
Fonte: Eurostat

**Gráfico 9: Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) e Índice de Preços de Imóveis Residenciais (IPIR)**



Fonte: Eurostat

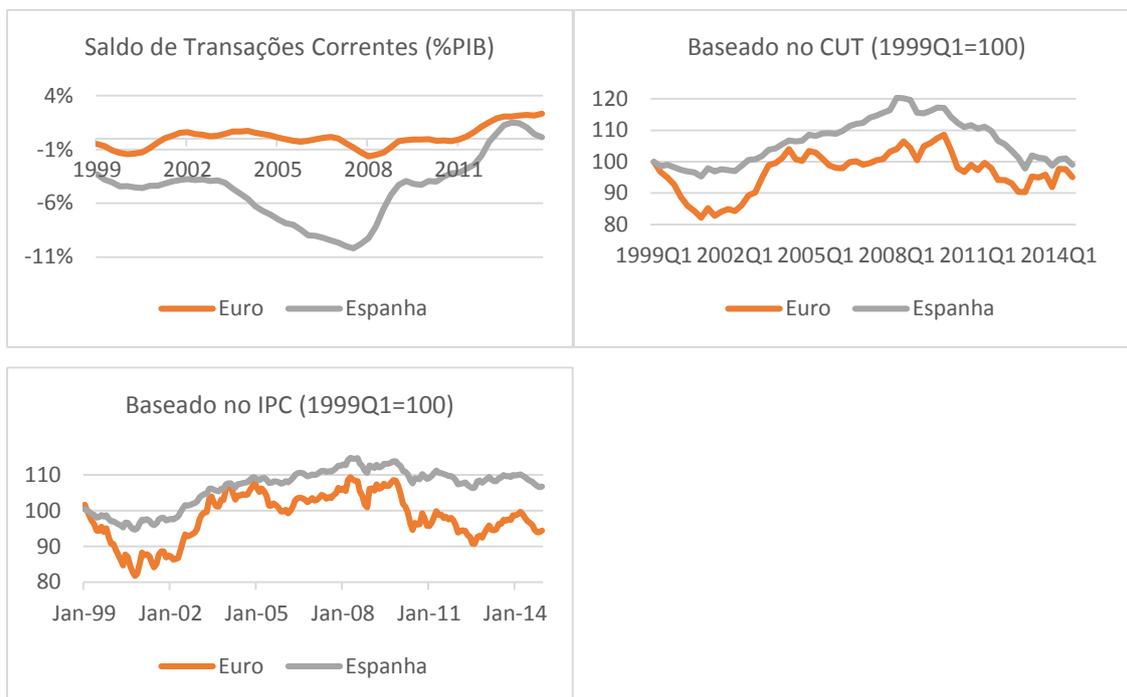
**Gráfico 10: PIB per Capita PPP, Componentes do PIB e VAB<sup>30</sup> da Construção Civil**



Fonte: Eurostat

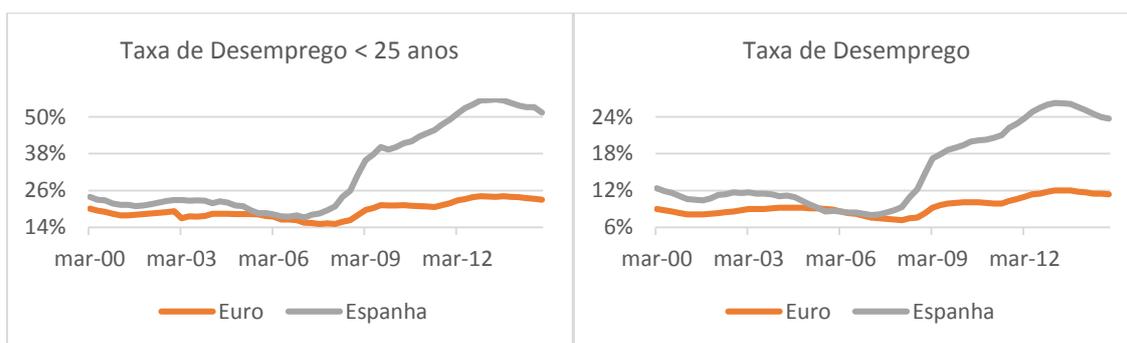
<sup>30</sup> Valor Adicionado Bruto

**Gráfico 11: Balança de Transações Correntes e Índices de Competitividade baseados no Custo Unitário de Trabalho (CUT) e no Índice de Preços ao Consumidor (IPC)**



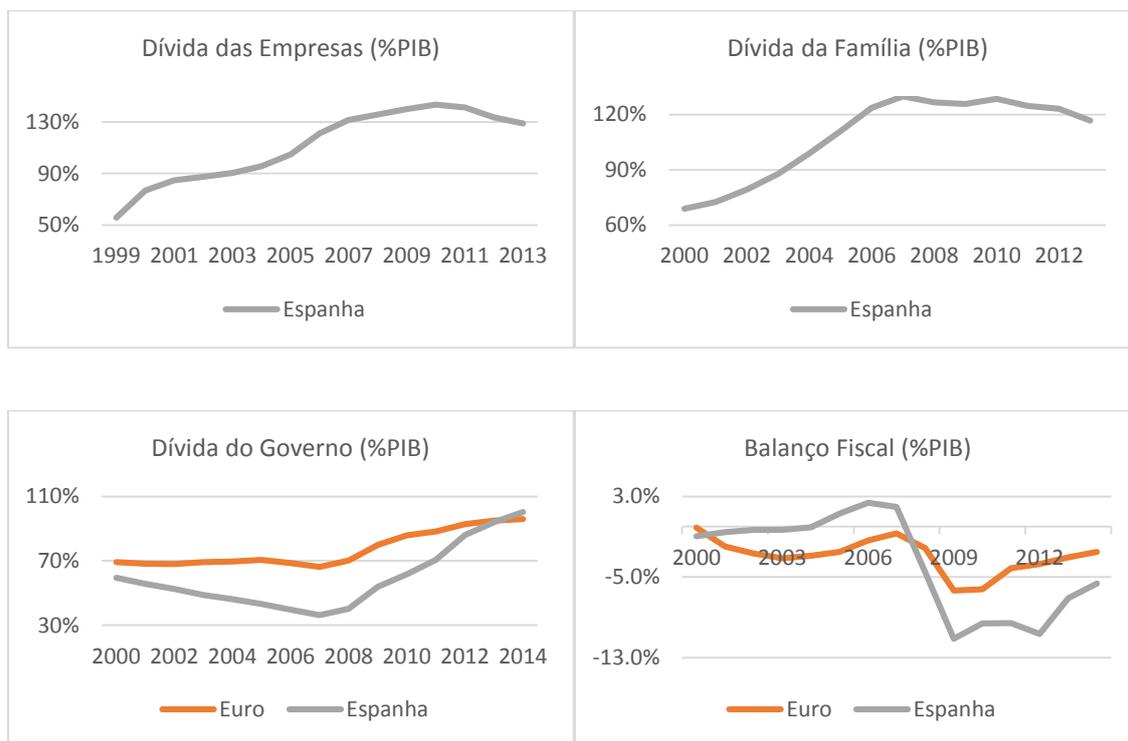
Fonte: Bloomberg + BCE

**Gráfico 12: Desemprego**



Fonte: Bloomberg

### **Gráfico 13: Endividamento**



Fonte: BCE

### ***III.2 - A Islândia e a Coroa Islandesa<sup>31</sup>***

A Islândia passou por um processo similar ao de muitos países da periferia europeia, mas numa magnitude exponencialmente maior. O mercado financeiro, que era fortemente regulado e tinha muita intervenção governamental, passou por um processo de liberalização a partir da década de 1980, que foi acelerado nos anos 90 com a decisão de aderir ao Espaço Econômico Europeu (EEE). Entre o final da década de 90 e 2003, os três maiores bancos, que eram responsáveis por grande parte do sistema bancário islandês, foram privatizados, sendo que o controle ficou nas mãos de poucos grupos de investidores locais. Aproveitando as condições monetárias globais e as muitas oportunidades, tanto internas como nos países do EEE, os bancos passaram a perseguir

<sup>31</sup> Para a parte III.2 o autor utilizou como base, principalmente, o texto CAREY (2009) e os gráficos de nº14 ao nº21

um modelo de rápido crescimento, aumentando seus ativos “de 170% do PIB no final de 2003 para 880% do PIB no final de 2007.”<sup>32</sup>

A impressionante expansão dos bancos só foi possível com o fácil acesso ao mercado de crédito internacional, o que elevou a vulnerabilidade dos mesmos aos movimentos da taxa de câmbio. As obrigações dos bancos com investidores estrangeiros chegaram a representar 70% do total das obrigações no final de 2007, enquanto que os ativos denominados em moeda estrangeira não representavam a mesma proporção. A estratégia dos bancos consistia em captar recursos no exterior, tanto via emissões de dívidas como via vendas de participações acionárias, para financiar o consumo interno das famílias islandesas e a expansão de empresas não-financeiras do país. Enquanto o crédito doméstico para famílias cresceu de 92% do PIB em 2003 para 119% do PIB em 2007, a razão de crédito/PIB para empresas não-financeiras mais do que dobrou no mesmo período, saindo de 100% do PIB para 237%. Nesse período, o endividamento total das empresas não-financeiras passou de 120% do PIB para 284%, sendo que a soma do endividamento externo com o endividamento denominado em moeda estrangeira passou de 59% do PIB para 153%.<sup>33</sup>

**Tabela 5: Crédito Doméstico (% PIB)**

<b>Crédito Doméstico (% PIB)</b>			
<b>Ano</b>	<b>Empresas Não-Financeiras</b>	<b>Famílias</b>	<b>Total</b>
2003	100%	92%	191%
2004	122%	94%	216%
2005	164%	106%	270%
2006	206%	113%	319%
2007	237%	119%	356%

Fonte: CAREY (2009), página 12

Entre 1999 e 2007 o PIB da Islândia cresceu 47,1% enquanto que o PIB da zona do euro subiu 18,4%. Esse crescimento foi impulsionado, principalmente, por um *boom* de investimentos, com a formação bruta de capital fixo subindo 87,6% no período, sendo que entre 1999 e 2006 a alta havia sido ainda maior, ultrapassando 111%. Para efeitos de comparação, a alta de 87,6% é quase quatro vezes maior do que o crescimento de 22,9% apresentado pela zona do euro. O crescimento da Islândia foi

<sup>32</sup> CAREY (2009), página 7: “from 170% of GDP at the end of 2003 to 880% of GDP by the end of 2007.” Tradução livre

<sup>33</sup> Ver CAREY (2009), página 17

fortemente baseado no crescimento da demanda nacional, que se provou insustentável com o tempo. Além da expressiva alta dos investimentos, o consumo das famílias subiu 39,5% entre 1999 e 2007, pressionando ainda mais as importações, que subiram 63,3%. Na zona do euro essas altas foram de 14,4% e 54,3%, respectivamente. Em contrapartida as exportações cresceram num ritmo similar em ambas as regiões, 58% na Islândia contra 58,6% na zona do euro.

A diferença entre as taxas de crescimento das importações e exportações pressionou a balança de transações correntes, que a partir de 2003 apresentou déficits elevados, acima de 10% do PIB por três anos consecutivos, entre 2005 e 2007, chegando a ultrapassar 20% do PIB entre o segundo trimestre de 2006 e a metade de 2007. Os gastos do governo, por sua vez, subiram 35,4% entre 1999 e 2007, mais do que o dobro da alta de 16,4% na zona do euro. Entretanto, a dívida pública seguiu uma trajetória de declínio nesse período, saindo de 41,5% do PIB em 2003 para o mínimo de 27,6% em 2007. O balanço financeiro do governo saiu de um déficit de 3,1% do PIB em 2003 para superávits de mais de 4% entre 2005 e 2007. A melhora na situação fiscal foi decorrente do aumento da receita do governo com o alto nível de crescimento da atividade econômica, que superou o aumento dos gastos.

Nos primeiros sete anos do século a composição do PIB apresentou algumas mudanças relevantes, sendo a principal delas o crescimento do peso da formação bruta de capital fixo de 23,4% do PIB em 1999 para 29,3% em 2007. No mesmo período o consumo das famílias teve seu peso reduzido de 59,2% para 56,2% do PIB, enquanto que os pesos dos gastos do governo e das exportações se mantiveram praticamente constantes, saindo de 22% para 22,9% do PIB e de 32,6% para 33,4% do PIB, respectivamente. As importações, influenciadas principalmente pela expansão da demanda interna, viu seu peso crescer cinco pontos percentuais, de 37,1% para 42,1% do PIB. O forte crescimento dos investimentos ocorreu, em grande parte, por grandes projetos de fundição de alumínio associados à expansão da capacidade de geração de energia elétrica. No entanto, os investimentos em construção civil, principalmente de imóveis residenciais, também ajudaram a explicar o crescimento da formação bruta de capital fixo.

O setor de construção civil e o de atividades financeiras foram os que apresentaram maior crescimento no período, com o valor adicionado bruto do primeiro saindo de 9,3% do total em 2000 para 11,6% em 2006 e o do segundo saindo de 6% para 9,4% do total. Com isso, setores relevantes para a economia viram seus pesos diminuir, como foi o caso da Agricultura e Pesca, cujo valor adicionado bruto caiu de 8,9% do total em 2002 para 5,3% em 2007, e o da Indústria (exceto construção civil), cujo valor adicionado bruto caiu de 19% do total em 2001 para 14,5% em 2007. Entre 2003 e 2007 a taxa de desemprego média foi cerca de 3% e o desemprego de jovens menores que 25 anos se manteve por volta de 8%, padrões baixos quando comparados com as médias de 8,6% e 17,2%, respectivamente, da zona do euro.

O padrão de crescimento elevado baseado na demanda nacional entre 2000 e 2007 gerou pressões inflacionárias. Enquanto a média do índice harmonizado de preços ao consumidor no período foi acima de 3% na Islândia, a média da zona do euro foi próxima de 2%. Além de mais alta, a inflação da Islândia também foi mais volátil que a da zona do euro, impactada pelas oscilações mais bruscas da taxa de câmbio e pela relativa baixa credibilidade da política monetária,<sup>34</sup> apesar do Banco Central islandês ter mantido as taxas de juros elevadas durante grande parte do período, muitas vezes acima de 10% ao ano. A pressão sobre os preços foi mais forte em alguns ativos, particularmente sobre o mercado imobiliário e sobre a bolsa de valores, com o surgimento de bolhas de preços. Em apenas três anos, entre o primeiro trimestre de 2005 e o primeiro trimestre de 2008 o índice de preços imobiliários subiu 55% na Islândia, mais do que o triplo da alta de 15,6% da zona do euro no mesmo período. Já o índice de ações islandês, OMX, subiu mais de 450% em dólar e 250% em euro entre o primeiro trimestre de 2000 e a metade de 2007, no seu auge.

Apesar da inflação mais elevada e dos altos déficits de transações correntes, o elevado fluxo de capitais fez com que a coroa islandesa se apreciasse mais de 15% contra o dólar entre 2000 e 2007. O fluxo positivo de capitais para a Islândia impediu as desvalorizações necessárias para corrigir a perda de competitividade decorrente dos aumentos de preços internos. “O Fundo Monetário Internacional estima que a taxa de câmbio real efetiva da Islândia estava supervalorizada entre 15 a 25% na primeira

---

<sup>34</sup> Ver CAREY (2009), página 26

metade de 2007”<sup>35</sup> e o Índice Big Mac, publicado pela revista *The Economist's* no início de 2007, apontava a coroa islandesa como a moeda mais supervalorizada entre os países do índice.<sup>36</sup>

A crise islandesa começou na metade de 2007, com o início da crise financeira internacional. Nessa época muitos investidores internacionais já vislumbravam as fragilidades dos bancos islandeses, como a elevada exposição ao exterior, as dívidas muito elevadas, as estruturas societárias complexas e pouca supervisão de órgãos reguladores. Para piorar a situação, grandes parcelas das dívidas dos bancos venciam no curto prazo, o que faria com que os bancos necessitassem acessar o mercado de crédito internacional para efetuar a rolagem para prazos mais longos. Mesmo com as turbulências que começaram a aparecer em 2007, os bancos continuaram se endividando em moeda estrangeira. Em março de 2008 a crise se agravou e em outubro, com o esfriamento do mercado de crédito global, os três maiores bancos islandeses não conseguiram rolar suas dívidas e colapsaram na mesma semana. Em novembro, a Islândia “tornou-se o primeiro país desenvolvido a solicitar assistência ao FMI em trinta anos,”<sup>37</sup> conseguindo um empréstimo de 5,1 bilhões de dólares para tentar acalmar os mercados e passar confiança aos credores e investidores.

Os credores e investidores internacionais sabiam que o tamanho que os bancos haviam tomado inviabilizava um resgate do governo e a assistência do FMI não foi suficiente para convencê-los do contrário. O fluxo de capitais se reverteu rapidamente e a coroa islandesa se depreciou numa velocidade assustadora. Entre a metade de 2007 e o primeiro trimestre de 2008 a moeda perdeu cerca de metade do seu valor frente ao euro e ao dólar, e o índice de ações da bolsa de valores caiu 97%, nas duas moedas. A forte desvalorização cambial pressionou a inflação, fazendo com que o índice harmonizado de preços ao consumidor ultrapassasse taxas anualizadas de mais de 18% ao longo do terceiro trimestre de 2009. O Índice de Preços de Imóveis Residenciais caiu 14% entre o seu auge, no primeiro trimestre de 2008, e o primeiro trimestre de 2010, seu período mais baixo no pós-crise.

---

<sup>35</sup> CAREY (2009), página 30: “The IMF estimates that Iceland’s real effective Exchange rate was overvalued by 15-25% in the first half of 2007.” Tradução livre

<sup>36</sup> Ver THE ECONOMIST (2007)

<sup>37</sup> Ver DANIELSSON (2013): “it became the first developed country to request assistance from the IMF in 30 years.” Tradução livre

Após o Banco Central subir a taxa de juros para patamares acima de 20% ao ano numa tentativa de controlar a fuga de capitais, o governo islandês não viu outra opção senão impor controles de capitais para impedir a saída rápida dos recursos estrangeiros que continuavam no país. Como resultado da falência dos bancos, muitos dos empréstimos feitos pelo Tesouro e pelo Banco Central islandês para os bancos tiveram que ser anulados, aumentando consideravelmente o endividamento público. O balanço financeiro do governo saiu de um superávit de 4,9% do PIB em 2007 para um déficit de 13,1% em 2008 e déficits de 9,7% do PIB em 2009 e 2010, enquanto que a dívida do governo saltou de 27,6% do PIB em 2007 para 56,5% em 2008, 113,9% em 2009 e 126,3% em 2010.

Entre 2008 e 2010 o PIB da Islândia caiu 7,9% contra queda de 2,5% na zona do euro. Assim como no período anterior, a formação bruta de capital fixo foi a principal afetada, caindo 52,2% contra 11,3% na zona do euro. O consumo das famílias caiu 10,1%, que somado à queda dos investimentos, pressionou as importações a caírem 19%. Essas quedas na zona do euro foram de, respectivamente, 0,2% e 2,6%. De outro lado, a moeda depreciada impulsionou as exportações, que subiram 10,3% contra uma queda de 3,1% na zona do euro. A retomada das exportações, junto com a queda das importações, possibilitou uma melhora rápida do saldo de transações correntes, que saiu de déficits de mais de 20% do PIB entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, para um déficit de 6,4% do PIB no final de 2010. Os gastos do governo, por sua vez, caíram 4,7% na Islândia, enquanto que na zona do euro subiram 3,2%. Entre dezembro de 2007 e dezembro de 2010 a taxa de desemprego quase quadruplicou, saindo de 1,9% para 7,4%, enquanto que o desemprego de jovens com menos de 25 anos saltou de 6,2% para 15,4%. Ainda que menores do que os patamares europeus, as variações nas taxas de desemprego foram relevantes.

Assim como no período anterior, a maior mudança nos pesos do PIB ocorreu com a formação bruta de capital fixo, cujo peso caiu de 29,3% do PIB em 2007 para 15,2% em 2009. O peso do consumo caiu de 56,2% para 51,2%, enquanto que o peso dos gastos do governo subiu dois pontos percentuais, de 22,9% para 24,9%. O lado positivo foi a alta do peso das exportações de 33,4% do PIB para 49,7%, enquanto que o peso das importações caiu um pouco, de 42,1% para 40,8% do PIB. Houveram mudanças também nos pesos dos setores em relação ao valor adicionado bruto. Após

recuperar-se da queda entre 2006 e 2007, o valor adicionado bruto do setor de atividades financeiras voltou a cair, de 9,1% do total em 2008 para 5,4% em 2009. O setor de agricultura e pesca retomou parte de seu peso, subindo de 5,3% do total em 2007 para 7,2% em 2009, enquanto que o peso da indústria (exceto o setor de construção civil) subiu de 14,5% do total em 2007 para 18,8% em 2009. Por sua vez, valor adicionado bruto do setor de construção civil diminuiu de 11,6% do total em 2007 para 5,2% em 2009.

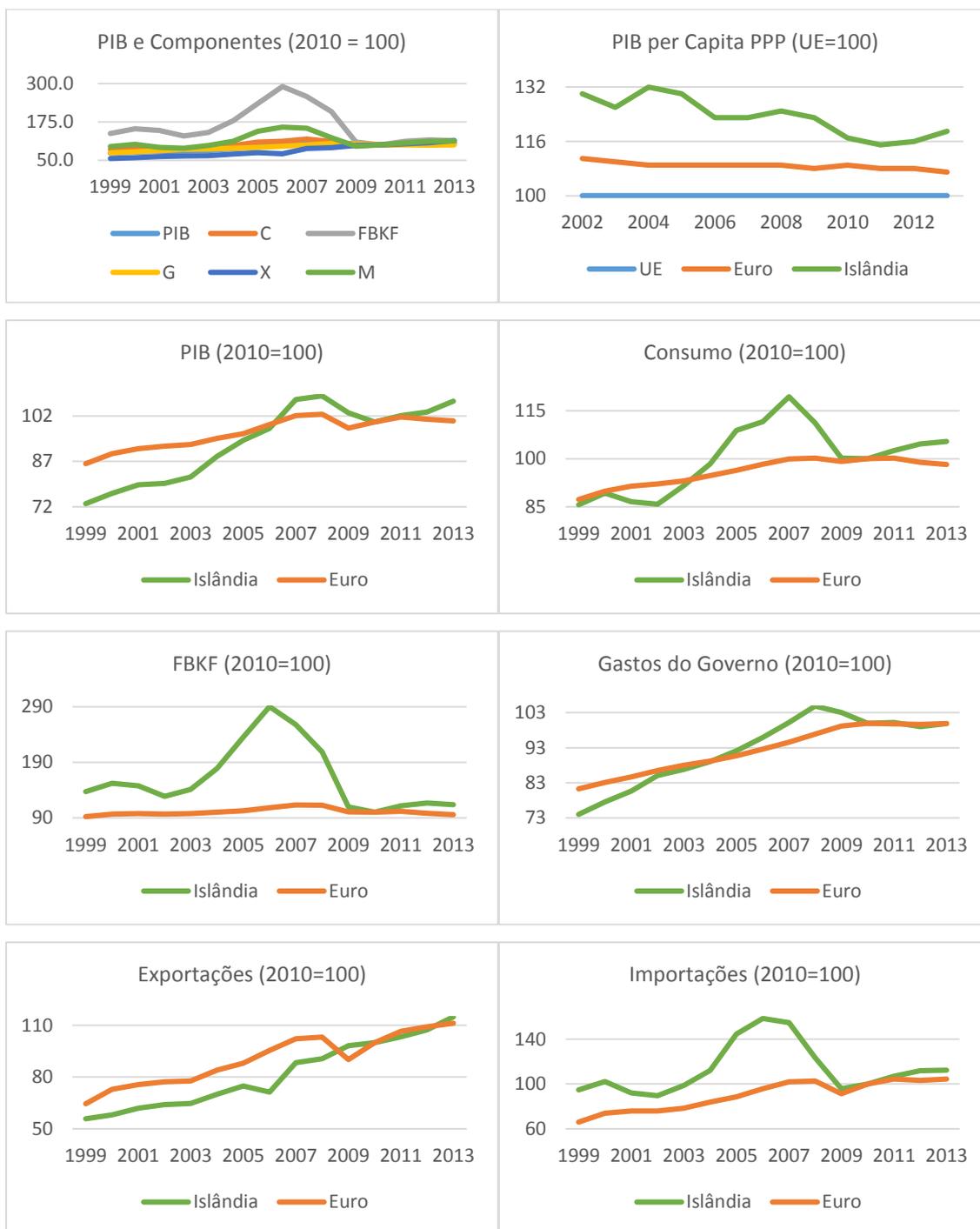
Após a queda brusca, a economia islandesa começou a se recuperar a partir de 2011. Nos três anos entre 2011 e 2013, o PIB da Islândia cresceu 6,9%, enquanto que o PIB da zona do euro cresceu 0,4%. O consumo das famílias subiu 5,4% e a formação bruta de capital fixo recuperou parte da queda do período anterior, subindo 13,8%. Na zona do euro esses componentes sofreram quedas de 1,8% e 4,3%, respectivamente. Impulsionadas pela volta do crescimento da demanda nacional, as importações subiram 12,4%, contra alta de 4,4% na zona do euro. Por outro lado, a taxa de câmbio desvalorizada manteve forte o ritmo de crescimento das exportações, que subiram 14,9% na Islândia, enquanto que na zona do euro a alta foi de 11,3%. Esse movimento continuou a beneficiar a balança de transações correntes, que começou a apresentar superávits a partir do segundo trimestre de 2013, mantendo níveis acima de 3% do PIB desde o terceiro trimestre do mesmo ano. Os gastos do governo se mantiveram estáveis em ambas as regiões, com queda de 0,1%. O balanço financeiro do governo passou a apresentar déficits decrescentes, saindo de 9,7% do PIB em 2010, para 1,7% em 2013, e o endividamento público estabilizou em 130% do PIB. A taxa de desemprego entrou em tendência de queda a partir da metade de 2011, saindo da faixa entre 6% e 9% para algo entre 4% e 6% ao longo do ano de 2014. A taxa de desemprego dos mais jovens seguiu o movimento, variando entre 12,7% e 7,4% em 2014, patamares baixos quando comparados com a União Europeia e com a zona do euro.

Com os controles de capitais impostos pelo governo islandês, a taxa de câmbio estabilizou na metade de 2009 e a inflação entrou em tendência de queda a partir do final daquele ano. A média de doze meses do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor, que havia atingido 18,1% em setembro de 2009, começou a cair até atingir 3,8% no mês de agosto de 2011. Após um breve período de alta, para patamares em torno de 6% em 2012, a inflação voltou a cair em 2013, acompanhando a tendência

deflacionária mundial, atingindo a mínima de 1% em dezembro de 2014. Em contrapartida, os preços dos imóveis residenciais mais do que recuperaram a queda anterior, subindo mais de 25% entre o último trimestre de 2009 e o terceiro trimestre de 2014. A taxa de juros interna, que havia chegado a 22% a.a. no início de 2009, acompanhou a queda da inflação, caindo para um dígito médio e encerrando o ano de 2014 a 6,25%.

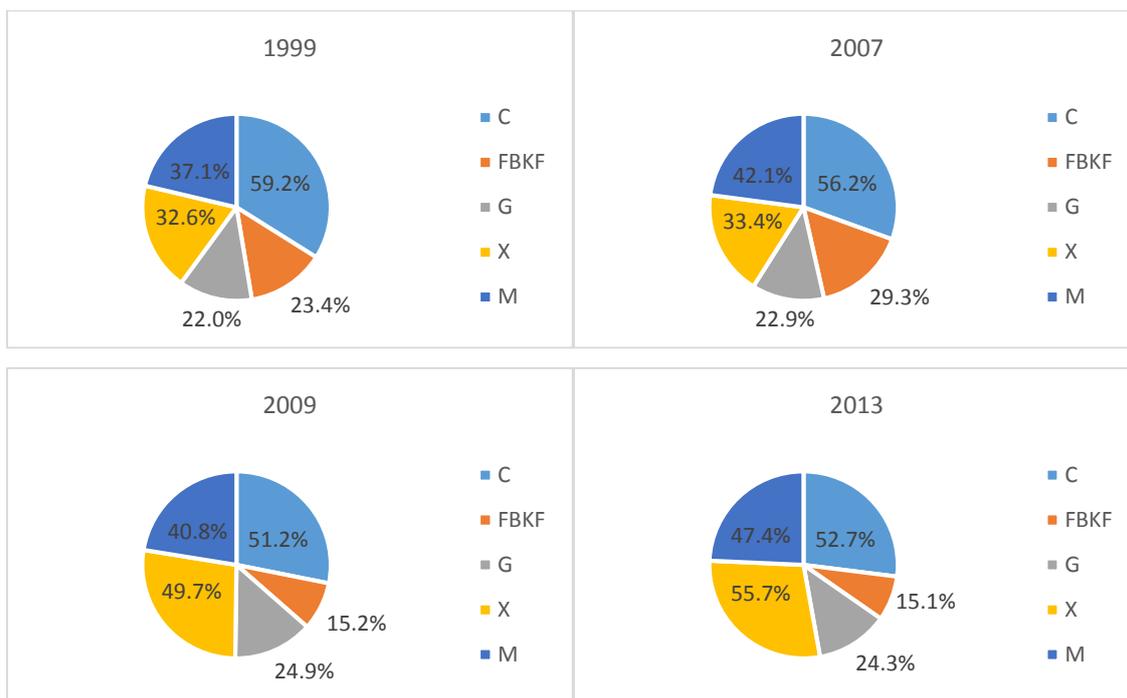
A composição do PIB pela ótica da demanda não sofreu fortes alterações entre 2009 e 2013. O peso do consumo das famílias subiu 1,5 pontos percentuais, saindo de 51,2% para 52,7% do PIB. Enquanto isso os pesos da formação bruta de capital fixo e dos gastos do governo se mantiveram praticamente estáveis, saindo de 15,2% para 15,1% e de 24,9% para 24,3%, respectivamente. Os movimentos mais fortes foram em relação às exportações e importações, cujos pesos saltaram 6 e 6,6 pontos percentuais, respectivamente. O peso das exportações saiu de 49,7% do PIB para 55,7%, enquanto que o peso das importações subiu de 40,8% para 47,4%. Em relação ao valor adicionado bruto, os setores de agricultura e pesca e a indústria (exceto a construção civil) continuaram crescendo, atingindo, respectivamente, 7,9% e 19,8% do total em 2012. Enquanto o valor adicionado bruto do setor de atividades financeiras reganhou um pouco a queda anterior, subindo 1,1 pontos percentuais para 6,5% do total em 2012, o setor de construção civil aprofundou sua queda, fechando o ano em 4,6% do total.

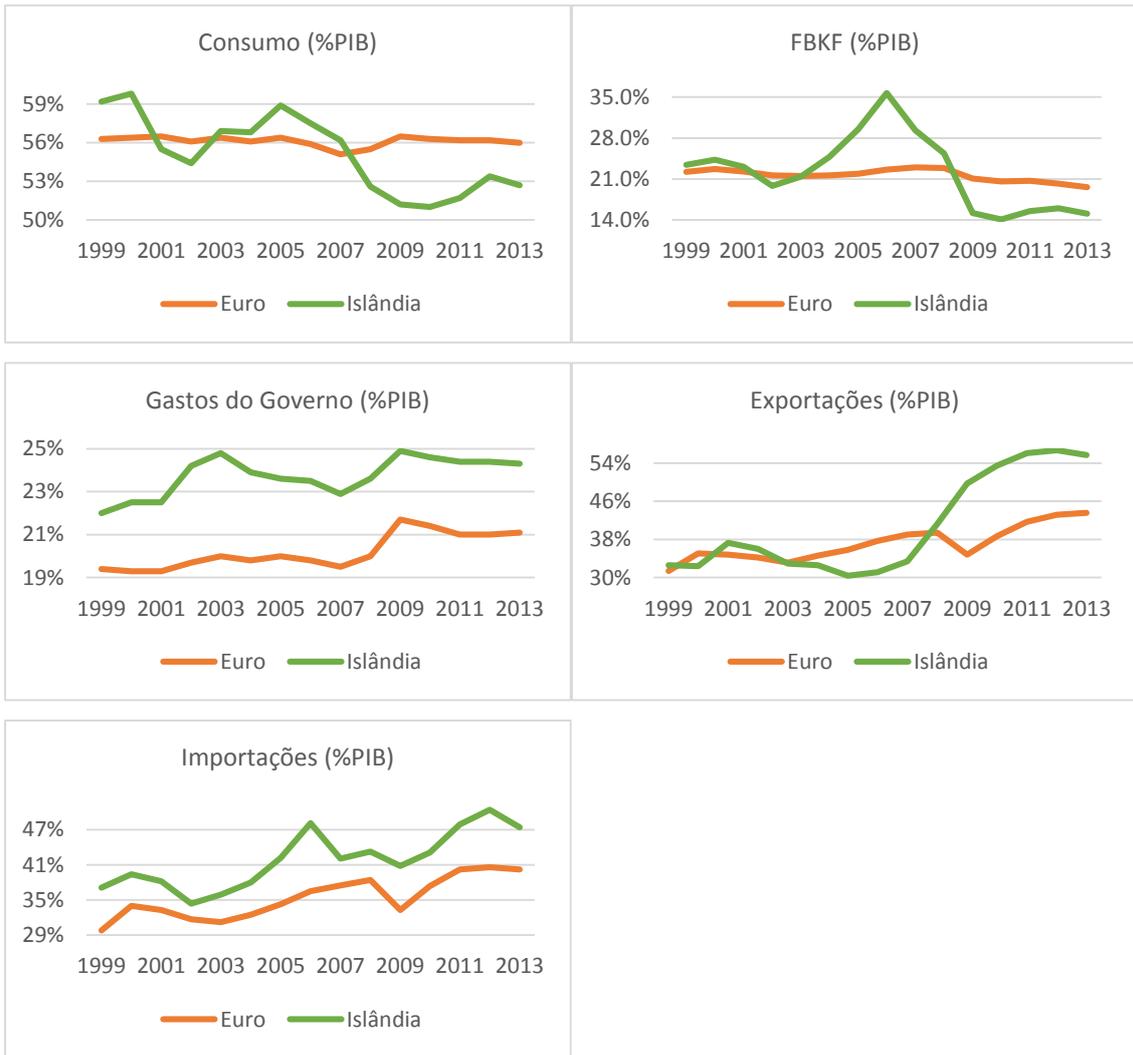
**Gráfico 14: PIB per Capita PPP e Componentes do PIB**



Fonte: Eurostat

**Gráfico 15: Evolução da Composição do PIB da Islândia**





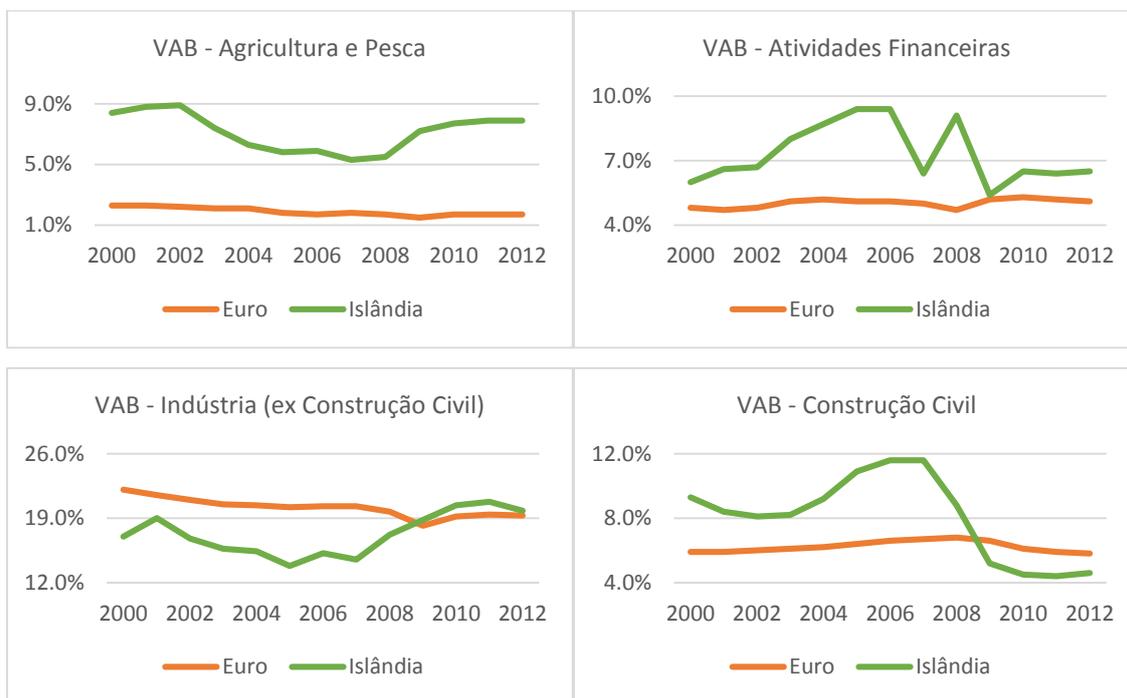
Fonte: Eurostat

**Gráfico 16: Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) e Índice de Preços de Imóveis Residenciais (IPIR)**



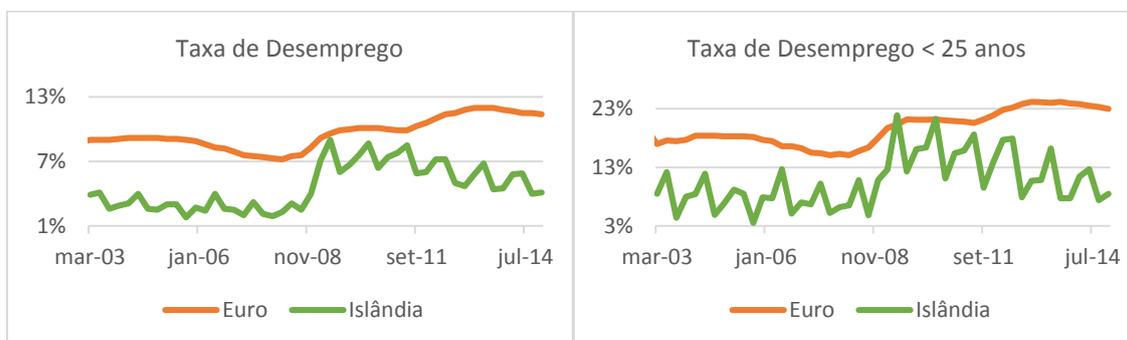
Fonte: Eurostat

**Gráfico 17: Valor Adicionado Bruto**



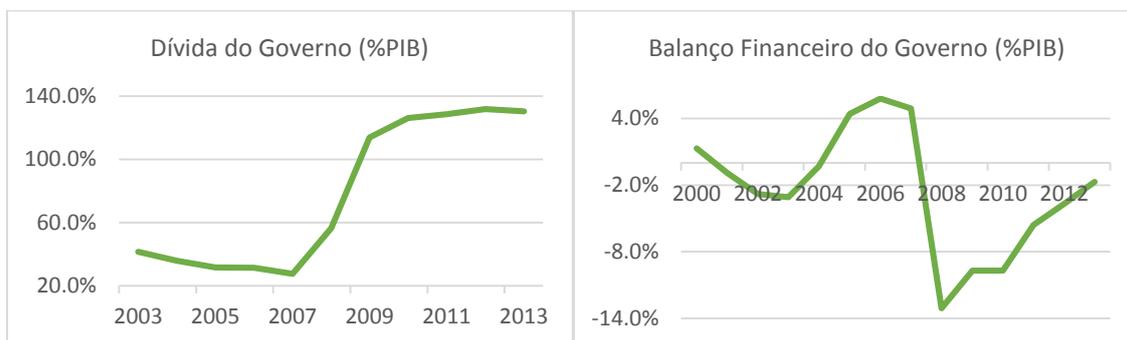
Fonte: Eurostat

**Gráfico 18: Taxa de Desemprego**



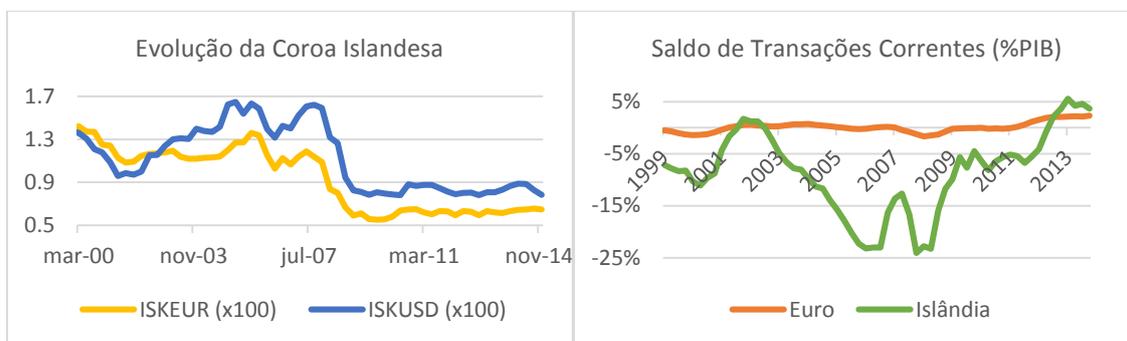
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 19: Endividamento**



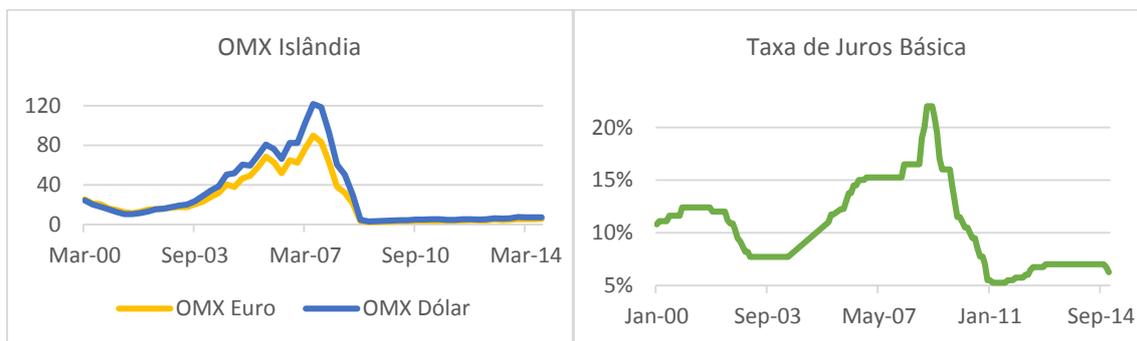
Fonte: Bloomberg + CIA / Statistic Iceland

**Gráfico 20: Evolução da Coroa Islandesa e do Saldo de Transações Correntes**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 21: Evolução da Bolsa de Valores e Taxa de Juros Básica**



Fonte: Bloomberg + CBI

### *III.3 – Desvalorização Cambial versus Desvalorização Interna*<sup>38</sup>

A Islândia e a Espanha passaram por situações semelhantes ao longo dos primeiros anos do século e durante a crise de 2008, embora em proporções diferentes. Ambos os países receberam um grande fluxo de capitais entre 2000 e 2007, contribuindo para a criação e manutenção de desequilíbrios importantes. Com a crise financeira internacional de 2008 e a crescente aversão ao risco, o fluxo de capitais se reverteu rapidamente, forçando esses países a efetuarem ajustes relevantes para corrigir os desequilíbrios. A principal diferença entre eles está no tipo de ajuste adotado no pós-crise. Como a Islândia possui uma moeda nacional independente, o caminho seguido, mesmo que tenha sido forçado pelo mercado, foi via desvalorização cambial, com a rápida depreciação da coroa islandesa. Já a Espanha faz parte de uma área monetária comum, o euro, cuja taxa de cambio é “determinada em grande parte pela força econômica da zona do euro, assim como pelas políticas adotadas em Frankfurt, pelo Banco Central Europeu.”<sup>39</sup> O caminho seguido por esse país, portanto, se baseou na desvalorização interna, ou seja, na redução de preços e salários vis-à-vis seus principais competidores comerciais.

Com a reversão dos fluxos de capitais, os bancos islandeses tiveram que vender ativos domésticos rapidamente para arcar com suas obrigações em moedas estrangeiras que venciam no curto prazo. Esse movimento exacerbou a depreciação da coroa islandesa, que em menos de um ano perdeu metade do seu valor. A força e a rapidez dessa desvalorização cambial tiveram consequências importantes para a economia. Os três maiores bancos do país faliram no final de 2008, a bolsa de valores rapidamente perdeu quase a totalidade de seu valor e o índice de preços de imóveis residenciais caiu mais de 10%. A atividade econômica se contraiu fortemente, puxada pela brusca queda da demanda nacional, principalmente dos investimentos. O desemprego dobrou de tamanho, afetando quase 10% da população e mais de 20% dos jovens. A depreciação da moeda nacional também pressionou a inflação, fazendo com que a média de 12 meses do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor subisse rapidamente para patamares muito elevados, ultrapassando 15%. Visando acalmar o mercado

---

<sup>38</sup> Para a parte III.3, o autor utilizou como base, principalmente, os gráficos nº 22 ao nº 27

<sup>39</sup> Howden (2012), página 26: “(exchange rate) determined in large part by the eurozone’s economic strength, as well as by policies enacted in Frankfurt by the ECB.” Tradução livre

internacional e a combater a inflação, o banco central islandês aumentou consecutivamente a taxa de juros do país, com efeitos ainda mais contrativos para a já combalida economia.

A desvalorização cambial, no entanto, também afetou positivamente alguns setores da economia, com destaque para a pesca destinada à exportação, que sempre havia sido muito relevante para a Islândia. As exportações começaram a subir num ritmo elevado, ao mesmo tempo em que o arrefecimento da demanda nacional causava uma queda das importações. Dessa maneira o elevado déficit de transações correntes entrou em trajetória de queda, até ser revertido em superávits de mais de 2% do PIB na metade de 2013.

Com a reestruturação dos bancos, o governo optou por não resgatar os credores internacionais e as dívidas denominadas em moedas estrangeiras, apenas os credores e devedores locais, assim como também optou pela manutenção de muitos dos benefícios sociais. Para impedir uma desvalorização ainda maior da coroa islandesa, o governo adotou controles cambiais. Essa estratégia foi eficiente na estabilização da taxa de câmbio e a economia voltou a crescer a partir de 2011, puxada pelas exportações e pela recuperação da demanda nacional. A taxa de desemprego geral e dos jovens com menos de 25 anos voltou para níveis próximos aos de antes da crise e a inflação acompanhou o movimento deflacionário mundial, com a média de 12 meses do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor caindo para abaixo de 2% no final de 2014.

O fato da Espanha fazer parte de uma área monetária comum, condicionou o tipo de ajuste adotado no pós-crise, principalmente após o advento da crise das dívidas soberanas em 2010. A partir do final de 2008, o governo espanhol seguiu o movimento internacional e adotou políticas econômicas anticíclicas para tentar estimular a economia. Dessa forma, o superávit fiscal do governo foi revertido em consecutivos e crescentes déficits, ultrapassando 11% do PIB em 2009, e a dívida pública entrou em trajetória de rápida expansão. A partir de 2010, os investidores passaram a olhar com mais atenção os desequilíbrios entre os países membros da zona do euro, causando uma reversão do fluxo de capitais do período pré-crise, com os recursos saindo da periferia para os países centrais. Esse movimento trouxe turbulências para os mercados, afetando especialmente o setor bancário dos PIIGS. O governo espanhol adotou diversas medidas

de austeridade fiscal para tentar acalmar os mercados nos anos que seguiram 2010, visando aumentar a sua receita via aumentos de impostos e diminuir as despesas, cortando gastos e diminuindo benefícios sociais. A Espanha também adotou uma estratégia diferente da do governo islandês em relação ao setor bancário. Após a criação do Fundo de Reestruturação Ordenada Bancária (FROB) em 2009, com até 99 bilhões de euros para resgatar bancos em dificuldades, o governo recorreu a empréstimos do Mecanismo de Estabilidade Europeu (MEE), que totalizaram 41,3 bilhões de euros entre 2012 e 2013, para recapitalizar o setor bancário.

As medidas de austeridade tiveram efeitos contrativos importantes sobre a economia espanhola. O PIB manteve a tendência de queda pós-crise até 2013, puxada pela contração da demanda nacional e, a partir de 2011, também pela contração dos gastos do governo. Enquanto as exportações subiram moderadamente, o saldo de transações correntes, por sua vez, foi beneficiado pela forte queda das importações, passando a ser superavitário a partir do início de 2013. Apesar da situação econômica da Espanha ter melhorado em 2014 e do Banco de España prever alta de 1,4% do PIB,<sup>40</sup> a taxa de desemprego continua em níveis muito elevados, atingindo quase um quarto da população. A taxa de desemprego dos jovens com menos de 25 anos chega a ser mais assustadora, afetando mais da metade dos jovens. Apesar do aperto fiscal, as dívidas do governo, das famílias e das empresas não-financeiras continuam muito altas, acima de 100% do PIB. O ajuste torna-se cada vez mais difícil já que o nível de preços da zona do euro está perigosamente baixo e para se tornar mais competitiva a Espanha precisa reduzir seus preços e salários em termos nominais. A média de 12 meses do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor ficou abaixo de 0% no final de 2014, o que significa um cenário de deflação. Além das implicações negativas sobre a economia, como observado no Japão nas últimas duas décadas, um cenário de deflação prolongado é mais negativo para países muito endividados, já que muitas vezes os juros das dívidas são nominais, fazendo com que uma queda no nível geral de preços aumente o valor real das dívidas.

Analisando os principais indicadores econômicos da Islândia e da Espanha, parece que o processo de ajuste via desvalorização cambial perseguido pela primeira foi mais rápido e eficaz em corrigir os desequilíbrios do que o processo de ajuste espanhol

---

<sup>40</sup> Ver EUROPA PRESS (2014)

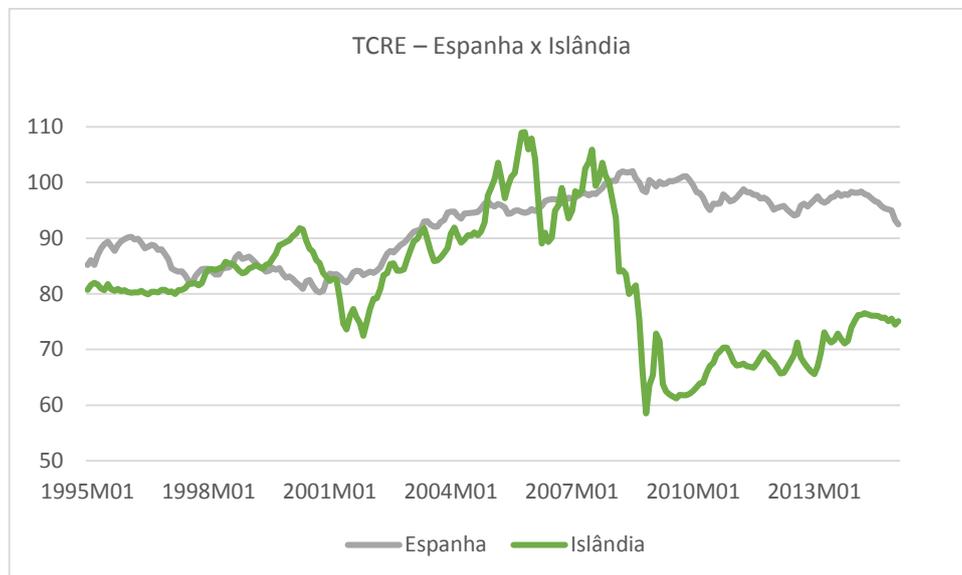
de desvalorização interna, pelo menos no curto prazo. Tal análise fica ainda mais evidente ao observarmos a evolução da taxa de câmbio real efetiva (TCRE)<sup>41</sup> desses países, calculada pelo *think-tank* europeu Bruegel, cujo aumento indica apreciação da moeda nacional contra uma cesta de moedas de 138 parceiros comerciais. A partir de 2000, a TCRE de ambos os países apresentou rápida e forte apreciação. Entretanto, com os efeitos da crise internacional, já comentados anteriormente, a TCER da Islândia depreciou bruscamente devido à desvalorização da coroa islandesa. Com essa queda de aproximadamente 40% entre julho de 2007 e julho de 2009, a economia da Islândia ganhou muita competitividade com custos de desemprego e recessão econômica relativamente baixos, já que o PIB voltou a crescer e a taxa de desemprego a cair para padrões similares aos de antes da crise num período mais curto de tempo do que os países da periferia da zona do euro.

No caso espanhol, não existe a possibilidade de desvalorização cambial, portanto a busca por maior competitividade teve que ocorrer via redução dos preços e salários domésticos frente aos principais concorrentes internacionais, principalmente frente aos países centrais da zona do euro. A situação torna-se ainda mais difícil com o cenário de inflação muito baixa ou perigo de deflação no qual a Europa se encontra. Esse ambiente deflacionário faz com que a Espanha tenha que reduzir nominalmente os preços e salários, tarefa que tem se mostrado difícil pela rigidez para baixo dos mesmos. Os elevados custos das medidas de austeridade, como uma taxa de desemprego de mais de 20% e anos consecutivos de quedas do PIB, não parecem ter trazido ganhos de competitividade relevantes, já que desde o início da crise a TCER da Espanha caiu menos do que 8%.

---

<sup>41</sup> A TCRE é uma média ponderada das Taxas de Câmbio Reais (TCRs) entre o país e cada um de seus parceiros comerciais. A TCR, por sua vez, é o produto da taxa de câmbio nominal pela razão entre os preços dos dois países comparados:  $TCR = eP^*/P$ , onde “*e*” é a taxa de câmbio nominal, *P\** é a média de preços no exterior, e *P* é a média de preços domésticos

**Gráfico 22: Taxa de Câmbio Real Efetiva (TCRE) baseada no Índice de Preços ao Consumidor - cesta de 138 parceiros comerciais<sup>42</sup>**



Fonte: <http://www.bruegel.org>

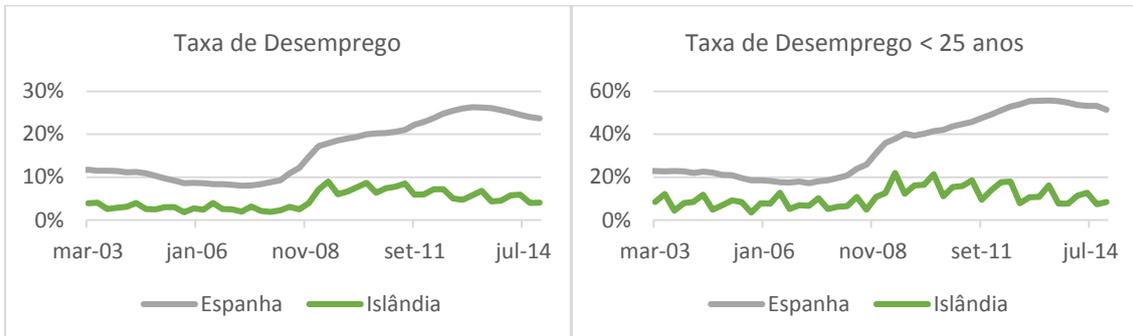
**Gráfico 23: Evolução do Euro frente ao Dólar e frente à Coroa Islandesa**



Fonte: Bloomberg

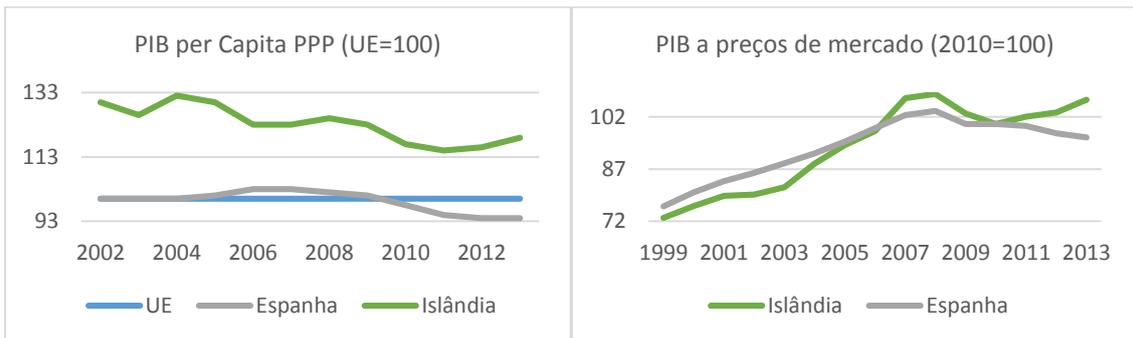
<sup>42</sup> Um aumento no índice indica apreciação na moeda doméstica frente à cesta de moedas dos parceiros comerciais, ou seja, perda de competitividade

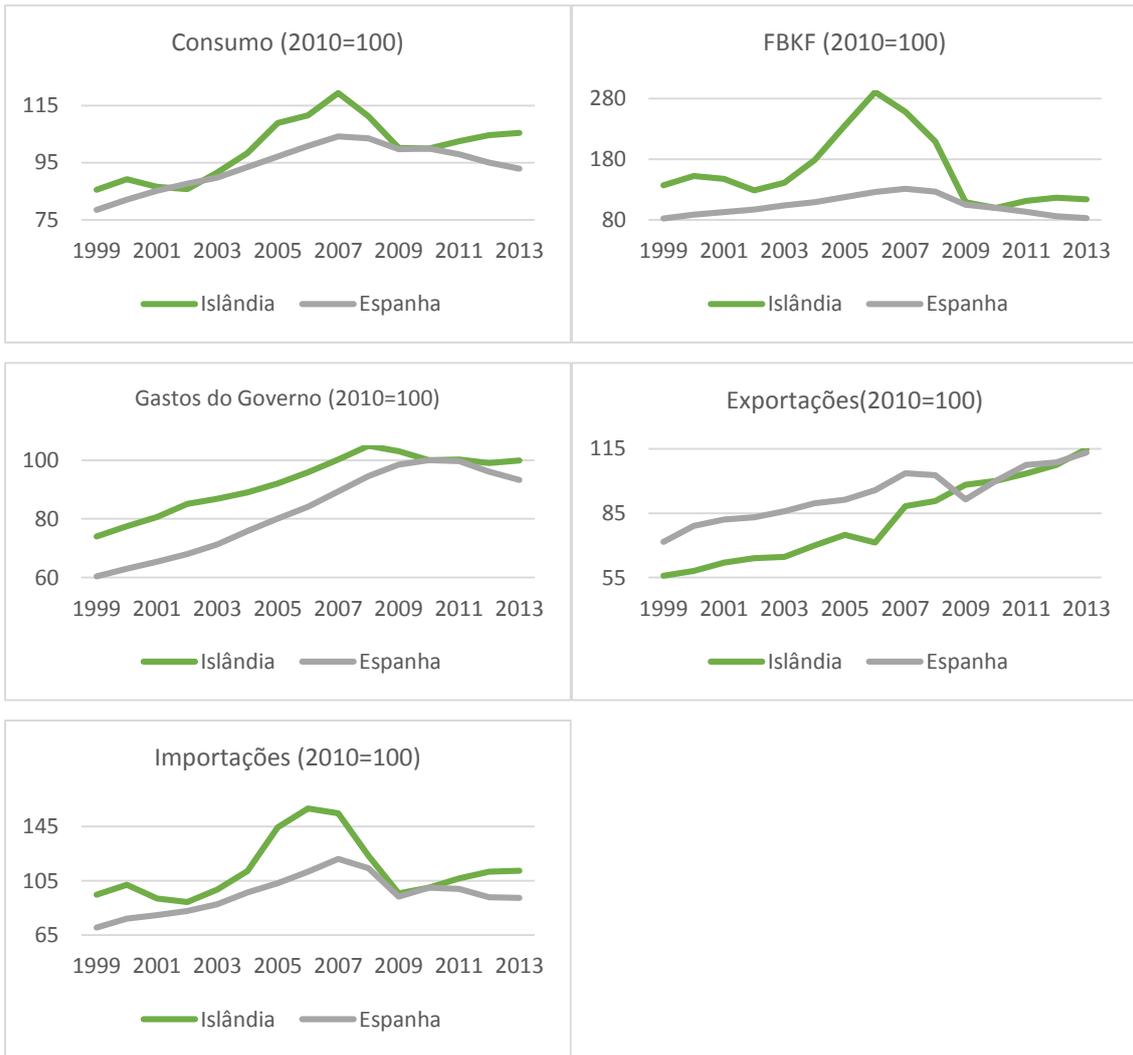
**Gráfico 24: Desemprego**



Fonte: Bloomberg

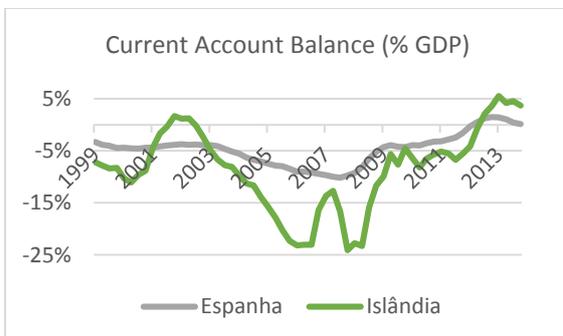
**Gráfico 25: PIB per Capita PPP e Componentes do PIB**





Fonte: Eurostat

**Gráfico 26: Evolução do Saldo de Transações Correntes**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 27: Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) e Índice de Preços de Imóveis Residenciais (IPIR)**



Fonte: Eurostat

## CONCLUSÃO

Este trabalho buscou analisar a zona do euro sob o conceito de áreas monetárias ótimas, refletindo se a mesma possui os elementos necessários para ser considerada como tal.

A teoria de áreas monetárias ótimas surgiu num momento de questionamento do sistema de taxas de câmbio fixas vigentes. Em 1961, Robert A. Mundell escreveu um artigo contestando a principal alternativa defendida por grande parte dos economistas da época, afirmando que o sistema de taxas de câmbio flexíveis baseado em moedas nacionais era ineficiente para corrigir problemas de balanços de pagamentos entre duas regiões de um mesmo país. Mundell definiu a mobilidade dos fatores de produção, em especial do fator trabalho, como o ingrediente essencial para a escolha de uma moeda única. Uma área monetária ótima, portanto, poderia ser maior ou menor do que o país, dependendo do nível de mobilidade dos fatores predominante.

Peter B. Kenen, por sua vez, definiu a integração fiscal como sendo o principal fator para a definição de uma área monetária. Da mesma maneira que a política monetária é decidida por um órgão central e não por cada região individualmente, parte da política fiscal deveria ser centralizada, saindo das mãos dos governos regionais. Dessa forma, caso uma região específica passe por um choque assimétrico que afete o seu produto interno e a sua taxa de desemprego com maior intensidade do que as demais, ela pagará menos impostos para o órgão central e receberá mais benefícios (via seguro-desemprego, por exemplo), tirando, assim, parte do peso do ajuste do governo regional.

A União Europeia começou a ser originada com o objetivo de estabelecer paz duradoura na região, após a Segunda Guerra Mundial. Depois de um longo processo e de algumas tentativas frustradas, o último passo para a maior integração econômica ocorreu em 1999, com a criação do euro. Para evitar choques assimétricos, os países membros da UE haviam acordado critérios de convergência e de disciplina fiscal a serem adotados como parte do processo preparatório antes da adesão de um país à união monetária. Apesar das críticas de parte dos economistas na época, o euro foi lançado mesmo sem que muitos países atendessem os critérios acordados. A vontade política se sobrepôs aos argumentos econômicos e prevaleceu a mentalidade, um tanto otimista, de

que os benefícios da moeda comum seriam tão grandes que levariam à rápida convergência entre os países membros.

A expectativa de rápida convergência, junto com a eliminação dos riscos cambiais, levou à um grande fluxo de recursos dos países centrais da zona do euro, para os países periféricos. Esse fluxo fez com que os países periféricos apresentassem taxas de crescimento mais elevadas do que os países centrais ao longo dos primeiros anos, baseadas, principalmente, na expansão da demanda doméstica. No entanto, esse fluxo também foi responsável por criar ou expandir certos desequilíbrios.

Os países periféricos, com destaque para os PIIGS, apresentaram taxas de inflação mais elevadas do que a média da zona do euro e muito mais altas que a da Alemanha. Esse movimento foi mais forte para alguns ativos específicos, levando a formação de bolhas de ativos em alguns países, como foi o caso do mercado imobiliário espanhol. O aumento dos preços na periferia também ocasionou na perda de competitividade desses países, levando a consecutivos e elevados déficits de transações correntes. Num primeiro momento, os investidores internacionais, erroneamente, ignoraram esses desequilíbrios, possibilitando aos bancos dos países periféricos que continuassem a tomar empréstimos a taxas de juros baixas no exterior para financiar o crescente endividamento das famílias e das empresas não-financeiras de seus países.

Esse fluxo de capitais foi revertido com a crise financeira internacional de 2008 e o movimento de aversão ao risco. Para combater a recessão e salvar bancos que haviam sido contagiados, os governos dos países periféricos seguiram a tendência internacional e aumentaram de forma relevante seus níveis de endividamento. A partir de 2010 o fluxo de recursos saindo dos países periféricos para os países centrais se aprofundou, com o aumento das preocupações em relação ao crescente e elevado nível de endividamento desses países. A crise das dívidas soberanas pôs em dúvida a capacidade dos governos desses países de honrarem suas obrigações, levantando questões sobre a possível saída de alguns países da união monetária, com destaque para a Grécia, e sobre os efeitos que essas rupturas poderiam ter sobre a zona do euro como um todo. A zona do euro e o BCE tiveram que resgatar alguns países, condicionando a ajuda financeira a fortes medidas de austeridade fiscal que, por sua vez, tiveram efeitos importantes sobre a atividade econômica e o nível de emprego.

A Espanha e a Islândia viveram situações semelhantes ao longo desse século, embora em proporções diferentes. Ambos os países foram beneficiados pelo forte fluxo de capitais até o ano de 2007 e viram suas economias crescerem a níveis elevados, puxadas pelo crescimento excepcional da demanda nacional. Com a brusca interrupção desse fluxo em 2008, ambos os países sofreram impactos importantes em suas economias.

O setor bancário da Islândia, que havia chegado a ter ativos que se aproximava a dez vezes o PIB do país, foi a falência. O mercado de capitais perdeu mais de 90% do seu valor e a coroa islandesa depreciou mais de 50% em questão de meses. Entre 2008 e 2010 o PIB do país caiu 7,9%, com a deterioração do investimento e fortes quedas no consumo das famílias. A taxa de desemprego chegou a 9% e o índice harmonizado de preços ao consumidor chegou a ultrapassar a faixa de 15%. Entretanto, a rápida desvalorização da coroa islandesa também fez com que o país reganhasse sua competitividade rapidamente, estimulando as exportações e o turismo.

Num primeiro momento, os impactos da crise na economia espanhola não foram tão bruscos quanto na Islândia, sendo a estabilidade cambial do primeiro um dos principais motivos. Entretanto, justamente por fazer parte de uma união monetária forte cujo peso da economia dos países centrais, com destaque para a Alemanha, é determinante para as variações da moeda, a Espanha não pôde reganhar competitividade via desvalorização cambial. O ajuste espanhol teve que vir na forma de desvalorização interna, ou seja, reduzindo os preços e salários internos frente aos seus principais competidores. Como a taxa de inflação da zona do euro caiu para patamares próximos a zero, o ajuste passa a ter que ocorrer via queda nominal dos preços e salários, o que tem se mostrado muito difícil e com custos elevados.

Desde a crise, a taxa de câmbio real efetiva (TCRE) da Islândia chegou a cair cerca de 50% em 2008 e hoje, após um período de apreciação, a queda acumulada em comparação a cesta de 138 parceiros comerciais está próxima a 30%. A economia voltou a crescer puxada pelas exportações e a taxa de desemprego voltou para patamares próximos aos de antes da crise. A inflação, após a forte alta inicial, começou a cair, atingindo patamares abaixo de 2% no final de 2014.

Na Espanha, os efeitos da desvalorização interna não foram os mesmos. A taxa de câmbio real efetiva (TCRE) caiu menos de 10% desde o início da crise e os custos associados às medidas de austeridade fiscal parecem ser muito altos. A atividade econômica caiu durante anos consecutivos e apenas agora parece mostrar alguma recuperação. O saldo de transações correntes ficou superavitário, porém mais por conta da queda da demanda interna, que reduziu as importações, do que pela expansão das exportações. O nível de preços está com um viés perigosamente deflacionário, podendo ter consequências muito ruins tanto para as perspectivas de crescimento futuro quanto para as famílias e empresas endividadas. Por fim, a taxa de desemprego continua em níveis muito elevados, atingindo quase um quarto da população, enquanto que a taxa de desemprego dos mais jovens chega a afetar mais de 50% dos jovens com menos de 25 anos. Por outro lado, as medidas de austeridade parecem ter sido pouco eficazes em reduzir o endividamento, que continuam em patamares elevados.

Pela análise dos dados parece claro que os custos associados ao tipo de ajuste via desvalorização interna, adotado pela Espanha, foram mais elevados do que os custos do ajuste via desvalorização cambial, adotado pela Islândia. Embora o segundo país continue com a complicada missão de retirar os controles cambiais adotados após a crise, que de certa forma prejudicam o bem estar da população<sup>43</sup>, a economia voltou a crescer, se tornou mais competitiva, o desemprego voltou para o normal e a inflação voltou para patamares baixos. A Espanha, por outro lado, tem a dura missão de continuar buscando a competitividade num mundo deflacionário, via quedas nominais dos preços e salários internos, ao mesmo tempo em que mais de 20% da população e metade dos jovens se encontram desempregados.

A conclusão deste trabalho não é suficiente para afirmar que a Zona do Euro não é uma área monetária ótima, nem que a Espanha deveria abandonar o euro. No entanto, as medidas de austeridade propostas pelos países centrais europeus para que os países periféricos recuperem a competitividade perdida e corrijam os desequilíbrios formados, parecem ter custos muito elevados, principalmente em termos de desemprego. Os líderes da Zona do Euro devem, portanto, refletir sobre o futuro da moeda única e reformá-la para que se adeque aos critérios de uma área monetária ótima.

---

<sup>43</sup> Ver DANIELSSON e ARNASON (2011)

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BBC NEWS. *Timeline: The unfolding eurozone crisis*. BBC NEWS Business, Londres, 13 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.bbc.com/news/business-13856580>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

BROZ, T. *The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review*. Privredna kretanja i ekonomska politika, Zagreb, v. 15, n. 104, p. 52-78, 2005. Disponível em: <<http://www.eizg.hr/Data/Doc/PKIEP104-Broz.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

CAREY, D. *Iceland: The Financial and Economic Crisis*. OECD Economics Department Working Papers, No. 725. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <[http://www.oecd-ilibrary.org/economics/iceland-the-financial-and-economic-crisis\\_221071065826](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/iceland-the-financial-and-economic-crisis_221071065826)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

CATÃO, L. A. V. *Why Real Exchange Rates?* IMF, International Monetary Fund, set. 2007. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/pdf/basics.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

CHADE J. *Recuperação da Islândia é retrato da Europa dividida*. Estadão-Economia&Negócios, 23 mai. 2014. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral%2crecuperacao-da-islandia-e-retrato-da-europa-dividida%2c185862e>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

CNN Money. *ECB underpins ailing euro*. CNN Money International, Londres, 22 set. 2000. Disponível em: <<http://money.cnn.com/2000/09/22/worldbiz/euro/>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

DANIELSSON J. *The first casualty of the crisis: Iceland*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 12 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/how-bad-could-crisis-get-lessons-iceland>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

DANIELSSON J. *The saga of Icesave: A new CEPR Policy Insight*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 26 jan. 2010. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/saga-icesave-new-cepr-policy-insight>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

DANIELSSON J.; ARNASON R. *Capital controls are exactly wrong for Iceland*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 14 nov. 2011. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/iceland-and-imf-why-capital-controls-are-entirely-wrong>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

DANIELSSON J. *Iceland's post-Crisis economy: A myth or a miracle*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 21 mai. 2013. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/iceland-s-post-crisis-economy-myth-or-miracle>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

DAS AGÊNCIAS DE NOTÍCIAS. *Direita vence eleição cresce dentro do Parlamento europeu*. Folha de São Paulo, São Paulo, 26 mai. 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mundo/2014/05/1459977-direita-vence-eleicao-e-cresce-dentro-do-parlamento-europeu.shtml>>. Último acesso em: 8 mar. 2015

EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. *Kenen on the euro*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 21 dez. 2012. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/kenen-euro>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

EICHENGREEN, B. *Como a história assombra o euro*. Estadão-Economia&Negócios, 29 jul. 2012. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral%2ccomo-a-historia-assombra-o-euro-imp-%2c907453>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

ELLIOTT, L. *Eurozone hauled out of 18-month recession by German and France*. The Guardian, Londres, 14 ago. 2014. Disponível em: <<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/14/eurozone-recession-germany-france-crisis>>. Último acesso em: 8 mar. 2015

EMONS, B. *Evaluating Optimum Currency Areas: The U.S. versus Europe*.

Viewpoints. PIMCO, dec. 2011. Disponível em:

<<http://media.pimco.com/Documents/PIMCO%20Viewpoints%20-%20Emons%20-%20December%202011.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

EUROPA PRESS. *El Banco de España eleva su previsión y augura un crecimiento del PIB del 1,4% en 2014*. El diario.es, Madri, 23 dez. 2014. Disponível em:

<[http://www.eldiario.es/economia/Ampl-PIB-trimestre-Banco-Espana\\_0\\_338066358.html](http://www.eldiario.es/economia/Ampl-PIB-trimestre-Banco-Espana_0_338066358.html)>. Último acesso: 8 mar. 2015.

EUROPEAN COMMISSION. *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. European Economy 7. Luxemburgo: European Communities, 2009.

Disponível em:

<[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15887\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

FELDSTEIN, M.S. *The Euro and the European Economic Conditions*. Working Paper No 17617. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2011. Disponível em:

<<http://www.nber.org/papers/w17617.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

FORELLE, C. *In European Crisis, Iceland Emerges as an Island of Recovery*. The Wall Street Journal, New York, 21 mai. 2012. Disponível em:

<<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304203604577396171007652042>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

HAYDEN, J.; DONAVAN, J.; ROSS-THOMAS, E. *Euro Timeline from Bretton Woods Agreement to 'Fiscal Compact'*. BloombergBusiness, 12 dez. 2011. Disponível em:

<<http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-12-12/euro-timeline-from-bretton-woods-agreement-in-1944-to-eu-fiscal-compact->>>. Último acesso: 8 mar. 2015

HORVATH, J. *Optimum currency area theory: A selective review*. Discussion Papers No. 15. Helsinki: BOFIT, 2003. Disponível em:

<<http://www.suomenpankki.fi/pdf/110655.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

HOWDEN D. *The Iceland and Ireland banking crisis: Lessons for the future*. Arlington: Mercatus Center, Working Paper, No 12-22, 2012. Disponível em: <[http://mercatus.org/sites/default/files/Howden\\_WP\\_12-22b\\_1.pdf](http://mercatus.org/sites/default/files/Howden_WP_12-22b_1.pdf)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

GRAUWE De, P. *Managing a fragile Eurozone*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 10 mai. 2011. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/managing-fragile-eurozone>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

GYLFASON T. *Houston, we have a problem: Iceland's capital controls*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1 jun. 2011. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/houston-we-have-problem-iceland-s-capital-controls>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

JACKSON, R. *The big chill*. Financial Times, Londres, 15 nov. 2008. Disponível em : <[http://www.ft.com/intl/cms/s/8641d080-b2b4-11dd-bbc9-0000779fd18c,Authorised=false.html?\\_i\\_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F8641d080-b2b4-11dd-bbc9-0000779fd18c.html%3Fsiteedition%3Dintl&siteedition=intl&\\_i\\_referer=#axzz3U2YYhNOV](http://www.ft.com/intl/cms/s/8641d080-b2b4-11dd-bbc9-0000779fd18c,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F8641d080-b2b4-11dd-bbc9-0000779fd18c.html%3Fsiteedition%3Dintl&siteedition=intl&_i_referer=#axzz3U2YYhNOV)>. Último acesso em: 8 mar. 2015

KRUGMAN, P. *Revenge of the Optimum Currency Area*. The New York Times, Nova York, 24 jun. 2012. Disponível em: <[http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/?\\_r=1](http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/?_r=1)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

KRUGMAN, P. *Europe's Trap*. The New York Times, Nova York, 5 jan. 2015. Disponível em: <[http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/01/05/europes-trap/?\\_r=1](http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/01/05/europes-trap/?_r=1)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

KRUGMAN, P. *La trampa monetaria*. El País – Economía, 16 nov. 2013. Disponível em: <[http://economia.elpais.com/economia/2013/11/16/actualidad/1384623263\\_365677.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/11/16/actualidad/1384623263_365677.html)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

KRUGMAN, P. *Comparative Austerity*. The New York Times, Nova York, 17 fev. 2015. Disponível em:

<<http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/02/17/comparative-austerity/>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

KRUGMAN, P. *Austerity and the Costs of Internal Devaluation*. The New York Times, Nova York, 22 fev. 2015. Disponível em:

<<http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/02/22/austerity-and-the-costs-of-internal-devaluation/>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

KENEN, P.B. *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*. In: International Economic Integration: Monetary, Fiscal and factor mobility issues. New York: Miroslav N. Jovanović, 1998. p. 59-77. Disponível em:

<<https://books.google.com.br/books?id=NoAa82IuHooC&pg=PA59&lpg=PA59&dq=kenen+the+theory+of+optimum+currency+areas+an+eclectic+view&source=bl&ots=SUj6tJcB5p&sig=tQDOI67DnA0CbUpqFMBolI9dvPko&hl=pt-BR&sa=X&ei=gMP8VIPAF8KkgwS25oGIBw&ved=0CFsQ6AEwBw#v=onepage&q&f=false>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

MCDONALD-GIBSON, C. *A lost generation: Europe's unemployed youths face years trapped in downward spiral of poverty and exclusion*. The Independent, Londres, 27 jun. 2013. Disponível em: <<http://www.independent.co.uk/news/world/europe/a-lost-generation-europes-unemployed-youths-face-years-trapped-in-a-downward-spiral-of-poverty-and-exclusion-8677508.html>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

MCKINNON, R.I. *Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Pittsburg, v. 53, n. 4, p. 717-725, 1963. Disponível em:

<[http://www.experimentalforschung.vwl.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mckinnon\\_aer1963.pdf](http://www.experimentalforschung.vwl.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mckinnon_aer1963.pdf)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

MEAD, N.; BLIGHT, G. *Eurozone crisis: a timeline of key events*, 17 oct. 2014.

Disponível em:

<<http://www.theguardian.com/business/interactive/2012/oct/17/eurozone-crisis-interactive-timeline-three-years>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

MINGLES, G. *Out of the Abyss: Looking for Lessons on Iceland's Recovery*. Spiegel Online International, Hamburgo, 10 jan. 2014. Disponível em:

<<http://www.spiegel.de/international/europe/financial-recovery-of-iceland-a-case-worth-studying-a-942387.html>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

MUNDELL, R.A. *A theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Pittsburg, v. 51, n. 4, p. 657-665, 1961. Disponível em:

<<https://www.aeaweb.org/aer/top20/51.4.657-665.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

ORTEGA E.; PEÑALOSA J. *Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM*. Documentos Ocasionales, No 1201. Madri: Banco de España, 2012.

Disponível em:

<<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosOcasionales/12/Fich/do1201.pdf>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

OVERTVELDT J.V. *O Fim do Euro: A História da Moeda da União Europeia e seu Futuro Incerto*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PAPADIMITRIOU, D.B.; RANDALL WRAY, L. *Fidding in Euroland as the global meltdown nears*. Public Policy Brief, No 122. Levy Economics Institute of Bard College, 2012. Disponível em: <[http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb\\_122.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_122.pdf)>.

Último acesso em: 8 mar. 2015.

RAY, M. *Euro-zone debt crisis: Timeline of key events in the European sovereign debt crisis*. Enciclopaedia Britannica, Disponível em:

<<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/14/eurozone-recession-germany-france-crisis>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

SANATI, C. *Iceland is Europe's ticking time bomb – again*. Fortune, 12 aug. 2013.

Disponível em: <<http://fortune.com/2013/08/12/iceland-is-europes-ticking-time-bomb-again/>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

SINN, H.W.; VALENTINYI, A. *European imbalances*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Londres, 09 mar. 2013. Disponível em:

<<http://www.voxeu.org/article/european-imbances>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

SOROS, G. *Remarks at the Festival of Economics*. Interviews and Speeches, Trento, 02 jun. 2012. Disponível em: <[http://www.georgesoros.com/interviews-speeches/entry/remarks\\_at\\_the\\_festival\\_of\\_economics\\_trento\\_italy/](http://www.georgesoros.com/interviews-speeches/entry/remarks_at_the_festival_of_economics_trento_italy/)>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

THE ECONOMIST. *The Big Mac index*. The Economist, Londres, 1 fev. 2007.

Disponível em: <<http://www.economist.com/node/8649005>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

THE ECONOMIST. *Iceland: Kreppanomic*. The Economist, Londres, 9 oct. 2008.

Disponível em: <<http://www.economist.com/node/12382011>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

THE ECONOMIST. *The Euro Crisis: Back to Reality*. The Economist, Londres, 23 oct.

2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21627647-debt-some-euro-zone-economies-looks-unsustainable-back-reality>>. Último acesso em: 8 mar. 2015

THE ECONOMIST. *European economy guide: Taking Europe's pulse*. The Economist, Graphic detail, Londres, 13 fev. 2015. Disponível em:

<<http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/02/european-economy-guide>>. Último acesso em: 8 mar. 2015

VALOR ECONÔMICO. *Se hoje a zona do euro não está em recessão, é por causa da Espanha*. Valor Econômico, São Paulo, 03 dez. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/internacional/3802628/se-hoje-zona-do-euro-nao-esta-em-recessao-e-por-causa-da-espanha>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

VALOR ECONÔMICO. *Dura desvalorização interna dá fôlego à economia espanhola*. Valor Econômico, São Paulo, 03 dez. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/internacional/3802626/dura-desvalorizacao-interna-da-folego-economia-espanhola>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

WILSON, B. *Should Spain follow Iceland in letting banks fail?* Net Right Daily, 10 jan. 2012. Disponível em: <<http://netrightdaily.com/2012/10/should-spain-follow-iceland-in-letting-banks-fail/>>. Último acesso em: 8 mar. 2015.

## **SITES CONSULTADOS**

[http://europa.eu/index\\_en.htm](http://europa.eu/index_en.htm)

<http://www.worldbank.org/>

<http://www.oecd.org/>

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

<http://www.bruegel.org/>