



---

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**Instituto de Economia**

**Gustavo Rodrigo dos Santos**

**A Crise na Zona do Euro: uma análise do bloco e da moeda.**

**Campinas**

**2012**

**Gustavo Rodrigo Dos Santos**

**A Crise na Zona do Euro: uma análise do bloco e da moeda.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Graduação do Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas para obtenção do título de  
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do(a)  
Prof.(a) Dr.(a) Marise Fahri

**Campinas**

**2012**

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b> .....	iv
<b>ABSTRACT</b> .....	v
<b>INTRODUÇÃO:</b> .....	06
<b>CAPÍTULO 1</b> : O processo de formação da zona do euro e a visão dos eurocéticos .....	08
<b>CAPÍTULO 2:</b> A eclosão da crise na zona do Euro e os seus principais determinantes.....	27
<b>CAPÍTULO 3:</b> Cenário atual na zona do euro e principais soluções para a crise .....	49
<b>CONCLUSÃO</b> .....	64
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS</b> .....	68

DOS SANTOS, Gustavo Rodrigo . A Crise na Zona do Euro: uma análise do bloco e da moeda. 2012. 69 folhas . Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

### **Resumo**

Os países da periferia europeia tiveram a facilidade de emitir dívida soberana e se endividar com juros próximos aos alemães no mercado internacional. O endividamento externo alimentou espirais ascendentes dos preços dos ativos, permitindo bolhas imobiliárias em vários países. Assim, os governos devem gerar superávits fiscais suficientemente elevados para cobrir os juros e amortização da dívida, ou emitir dívida adicional para captar recursos junto ao setor privado, já que não podem se financiar junto ao BCE, dada a restrição imposta a este para atuar como prestador de última instância do sistema financeiro.

Ficam claras as dificuldades dos governos nacionais rolarem suas dívidas a partir da crise de confiança gerada por conta da crise grega e a premência de enfrentarem seus desequilíbrios fiscais, ainda que às custas de um aprofundamento da recessão, já que superávits fiscais teriam que ser compensados por déficit do setor privado e superávit externo, o que não ocorre. Nessas condições, o ajuste fiscal acaba por se revelar em boa medida inócuo, uma vez que acarreta um aprofundamento do processo recessivo dos países da periferia europeia, que por sua vez deteriora as receitas fiscais, ensejando um círculo vicioso.

**Palavras chaves:** superávits fiscais, BCE, prestador de última instância, déficit do setor privado, superávit externo, círculo vicioso, receitas fiscais.

## **Abstract**

The countries of the European periphery had the facility of issuing sovereign debt at rates close to the German debt in the international market. External indebtedness fed upward spiral of asset prices, allowing property bubbles in several countries. Thus, governments should generate fiscal surpluses large enough to cover the interest and amortization of debt or issue additional debt to raise funds from the private sector, since they can not be funded by the ECB, given the restriction to act as lender of last resort of the financial system.

There are clear difficulties of the national governments to roll over their debts from the crisis of confidence generated by the Greek crisis and the urgency of tackling their fiscal imbalances, even though at the expense of a deepening recession, since fiscal surpluses should have to be offset by private-sector deficit and external surplus, which is not true. Under these conditions, the fiscal adjustment turns out to be largely innocuous, since the process involves a deepening recession in the countries of the European periphery, which in turn deteriorates the tax revenue, creating a vicious circle.

**Keywords:** fiscal surpluses, ECB, lender of last resort, private-sector deficit, external surplus, vicious circle, tax revenues.

## **Introdução**

O objetivo desta monografia é analisar as questões referentes ao surgimento do euro como moeda, a partir do tratado de Maastricht, pontuando as principais dificuldades de implantação do euro como moeda, bem como o engendramento de uma zona comum, contextualizando o período e mostrando os eventos que levaram a maioria dos países a burlar as normas do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e do tratado de Maastricht, e a contribuição destes eventos para o funcionamento futuro da zona. Estudar as fragilidades implícitas do Euro, e a conexão destas, evidenciadas mais claramente a partir da crise de 2008.

O capítulo 1 discute o processo histórico da formação da zona do euro levando em consideração os elementos históricos e normativos que fizeram com que esta fosse viabilizada. Também se destina a apontar os benefícios e malefícios da existência zona monetária europeia, assim como o euro enquanto moeda. Por fim, o capítulo destina-se a colocar a visão dos eurocéticos a respeito da constituição da zona europeia, e do euro como moeda única dentro do bloco, apontando alguns argumentos que relatam os problemas que a configuração atual do bloco está apresentando, procurando assim diagnosticar e propor algumas soluções de acordo com a visão eurocética dos autores explorados no capítulo em questão.

O capítulo 2, além de explicitar a teoria de funcionamento ideal de uma zona monetária, tende também a desenvolver uma análise no sentido da heterogeneidade dos países que compõem a zona do Euro, afim de procurar observar os efeitos que essa heterogeneidade traz no plano macro econômico dentro do bloco. Também busca colocar o panorama de desenvolvimento da crise do bloco europeu, pontuando as principais etapas desta, e trabalhando no sentido de mostrar as diferentes visões e motivos que levaram a crise a tomar proporções tão grandes.

O capítulo 3 mostra as consequências da decisão de unificar o sistema monetário, com economias tão diferentes entre si, procurando também colocar o plano de reajuste proposto para a economia grega, assim como pontuar as possíveis soluções tomadas em plano

macroeconômico para solucionar a crise dentro do bloco, propostas pelas diferentes visões entre os economistas. Busca discutir a falta de um emprestador em última instância e por fim coloca atualidades, com base numa visão social democrata, apoiada na ascensão do poder de François Hollande, a respeito das mudanças que tenderão a ocorrer dentro do bloco, com o embate entre o conservadorismo de potências como a Alemanha e o governo social democrata francês.

## **CAPÍTULO 1 : O processo de formação da zona do euro e a visão dos eurocéticos**

Após a Segunda Guerra mundial, em função dos temores advindos da possibilidade de uma nova guerra, com a crescente expansão do Bloco Soviético, os líderes ocidentais procuraram reconstruir a Europa, de modo a formar um bloco econômico forte e democrático para enfrentar a ameaça oriunda da URSS.

Assim, liderados pelos EUA, os políticos ocidentais não viram apenas surgir uma maior cooperação, mas aumentou-se a integração entre as nações ocidentais, como a principal forma de restabelecer o crescimento econômico e a prosperidade, e, assim, reduzindo a probabilidade futura de tais conflitos. Assim, foram estabelecidos: o Fundo Monetário Internacional (FMI), a instituição original do Banco Mundial, o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), e um sistema de taxas de câmbio fixas (mantidas dentro de + / - 1% da paridade.) e um sistema de conversibilidade de moedas de todo o mundo, a fim de serem atreladas ao dólar americano, única moeda que conservou sua conversibilidade em ouro.

Quanto à Europa, unidade e prosperidade eram vistos como as bases essenciais para sustentar a paz. Jean Monnet disse em 1943: "Não haverá paz na Europa, se os Estados forem reconstituídos com base nacional em torno da soberania ... Os países da Europa são muito pequenos para garantir aos povos a prosperidade necessária e desenvolvimento social. Os Estados europeus devem constituir-se em uma federação".

Robert Schuman, o primeiro-ministro da França 1947-1948, iniciador de muitos dos principais instituições da Europa, como a Declaração Schuman, e considerado como um dos pais fundadores da União Europeia acreditava que:

"O nosso século que testemunhou as catástrofes resultantes do confronto interminável de nacionalidades e nacionalismos, deve tentar e conseguir conciliar as nações em uma supranacional associação."



A recuperação e a reconstrução da Europa Ocidental foram facilitadas, em grande parte, pelo Plano Marshall, em que os EUA forneceram não só ajuda material substancial (mais de 5% do PIB dos EUA sobre cerca de quatro anos), mas também, e, provavelmente, a longo prazo, ainda mais importante, a transferência de conhecimento sobre as instituições e as políticas necessárias para construir e operar uma grande economia moderna. A Organização para a Cooperação Econômica Europeia (OECE) foi estabelecida, em 1948, para projetar as estruturas iniciais e políticas econômicas, e para distribuir a ajuda dos EUA aos seus 17 membros, que deram os primeiros passos para a criação progressiva de uma economia europeia mais aberta e unificada.

A experiência da Europa nos anos após a Segunda Guerra Mundial foi a de que qualquer recuperação econômica em um único país poderia criar, através de maiores importações, um déficit insustentável na conta corrente do balanço de pagamentos, acabou por reduzir as exportações dos países parceiros, espalhando a desaceleração.

O temor era de que a Europa como um todo não seria suficiente para sustentar a recuperação econômica e que o descontentamento político faria aflorar um maior risco da doutrina comunista se espalhar por esses países.

Por isso, os EUA concebeu o Plano Marshall, (1948-1952). O Plano Marshall é lembrado por muitos, principalmente por sua generosidade: em seu pico, em 1949, os EUA estavam transferindo anualmente cerca de 5% do seu PIB para a Europa.

Executado através da Organização Europeia de Cooperação Econômica (OECE), o Plano Marshall formulou planos de recuperação econômica com base em dois princípios fundamentais da economia:

- As importações de um país são as exportações de outro país, de modo que uma recuperação em um, desde que seja mantida, induziria a recuperação em outros;
- A Garantia do livre comércio entre os países parceiros é a melhor maneira de gerar a confiança que é necessária para o investimento, a fim de se realizar em escala suficiente para sustentar o crescimento econômico em economias parceiras, coletivamente.

Durante os quatro anos do Plano Marshall viu-se o mais rápido período de crescimento na história européia. A pobreza e a fome do imediato pós-guerra progressivamente desapareceram, e a ameaça do comunismo varrendo Europa Continental recuou. Depois disso,

a Europa Ocidental experimentou duas décadas de constante aumento nos padrões de vida e condições sociais, juntamente com a estabilidade política.

Muitos dos políticos da Europa vieram a ver os benefícios da integração econômica por meio da livre circulação de bens, serviços e capitais e isso os incentivou a continuar a exercer tais políticas, através da progressiva flexibilização adicional das barreiras comerciais, incluindo, principalmente, as reduções tarifárias, bem como a criação de instituições para coordenar o funcionamento do bloco comum europeu. Em 1957, o Tratado de Roma foi assinado, um momento histórico para a integração europeia. O tratado visou reforçar a cooperação econômica, fortalecer a unidade das economias, e ampliar os ganhos de eficiência do mercado comum, para além da indústria pesada. O tratado criou a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia da Energia Atômica (Euratom).

O Tratado de Roma, que instituiu a Comunidade Econômica Europeia (CEE), também em 1957, levou os Estados Membros a se organizarem como conjunto, de forma mais abrangente, com a Europa tornando-se uma entidade supranacional em competências múltiplas. Políticas comuns foram estabelecidas para a agricultura, transporte e comércio, para trazer uma união aduaneira com uma política tarifária comum.

À CEE, inicialmente composta pelos seis países membros da CECA (França, Itália, Alemanha Ocidental, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo), foi atribuída a função de supervisionar a integração europeia e a criação de um mercado único e comum, com uma política comercial externa comum e uma área de livre comércio, com a livre circulação de mercadorias, serviços, capitais e trabalho entre os seus Estados-Membros. A integração econômica foi procedida por etapas.

Em 1960, Áustria, Dinamarca, Noruega, Portugal, Suécia, Suíça e Reino Unido estabeleceram a Associação Europeia de Comércio Livre (EFTA) como um bloco comercial alternativo, para os países europeus que não queriam se juntar à CEE.

Em 1962, a Política Agrícola Comum (PAC) foi estabelecida. Seu objetivo foi o de fornecer incentivos financeiros para as comunidades agrícolas dos Estados-Membros para assegurar que a Europa teria uma alternativa viável, no setor produtivo-agrícola, para uma alimentação estável e quase autossuficiente.

Em 1968, as tarifas e cotas para as importações dos Estados-Membros tinham sido abolidas, marcando a criação formal da Área de Livre Comércio. No mesmo ano, 18 meses antes do previsto, os direitos aduaneiros e os controles entre os seis países foram abolidos, permitindo, pela primeira vez, um "livre" e mais fluido comércio transfronteiriço entre os Estados-Membros.

Tarifas externas comuns e quotas foram também criadas para o comércio com países de fora da comunidade. Os impostos de importações eram agora pagos nas fronteiras externas da CE, e eram os mesmos, independentemente do Estado-Membro, para os quais as importações eram destinadas. A Criação da união aduaneira concluía a principal fase da integração econômica da Europa.

Em 1979, o Sistema Monetário Europeu (SME) foi introduzido para coordenar a política monetária e manter as taxas de câmbio estáveis entre as várias moedas da Comunidade. As moedas dos Estados-Membros foram essencialmente fixadas uma contra a outra, sendo permitido a elas flutuarem apenas dentro de limites estreitos específicos, de + / - 2,25% da nova unidade central de conta, que consistia em uma cesta de moedas comunitárias, a Unidade de Conta Europeia (ECU). As moedas dos Estados-Membros permaneceram flutuando livremente contra as dos Estados não membros. Esta Política foi implementada por meio do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), e marcou um primeiro passo significativo para a união monetária.

Em meados dos anos 1980, a comunidade econômica da Europa estava em operação há cerca de 30 anos, e o número de Estados-Membros dobrou, mas o objetivo definido em 1957 de estabelecer um verdadeiro mercado - um que permite a livre circulação de mercadorias, serviços, capital e trabalho - não tinha sido alcançado. As diferenças entre as legislações nacionais, a falta de harmonização de políticas e a necessidade de consenso foram dificultando o progresso de integração.

Em 1986, apesar de 'europessimismo' exarcebado, por parte do mundo, uma vez que a Europa estava dividida pela Guerra Fria entre as regiões da Europa Ocidental e da Europa oriental, além das duas crises energéticas sucessivas dos anos 70, que mostravam suas consequências até o momento, pondo fim aos trinta anos de crescimento constante e acelerado, todo esse panorama, encontrando-se sob a presidência de Jacques Delors, fez ser configurado um

acordo político a fim de relançar a Comunidade, fazendo alterações significativas no Tratado de Roma, renovando com vigor, o processo de integração.

O Ato Único Europeu (AUE) foi a primeira grande revisão ao tratado de 1957, iniciando um programa de seis anos de reformas - centrada em mercados abertos e desregulamentados. Barreiras não-tarifárias e restrições aos movimentos de fatores deveriam ser abolidas, e o mercado único foi estabelecido até o final de 1992. A AUE entrou em vigor em julho de 1987 e marcou o fim de 'euroesclerose'. Também incluiu uma racionalização do Conselho Europeu processo de tomada de decisão, com a introdução do voto por maioria, e um reforço do papel do Parlamento Europeu. Controles de câmbio entre os membros foram abolidas em 1990, liberalizando os movimentos de capitais.

De acordo com a Comissão Européia (2012), o início de 1990, marcado pela incerteza política, marcou o início de um período de rápida integração monetária e financeira. Em 1991, um novo tratado foi acordado na cúpula de Maastricht, ampliando o pilar de estrutura da Comunidade, de modo a incluir as relações econômicas, Relações Exteriores e os assuntos internos e criando oficialmente a União Europeia (UE).

O Tratado também definiu a realização da União Econômica e Monetária (UEM) como um objetivo formal, seguindo a aceitação do relatório Jacques Delors. O relatório Delors listou as condições que precisavam ser cumpridas para a UEM: completa e irreversível conversibilidade de moedas, taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas entre as moedas, a livre circulação de capitais, e a adoção de uma moeda única.

A primeira fase da UEM envolveu uma coordenação mais estreita das políticas econômica e monetária e a realização do mercado único. A segunda foi a implementação de um novo Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), que passou a coexistir com os bancos nacionais e ser responsável pela implementação da política monetária e para garantir a estabilidade de preços. A terceira fase foi a transferência da autoridade econômica à instituições da comunidade, segundo a qual essa transição poderia ser feita para taxas de câmbio fixas e a moeda única.

O conjunto de critérios de convergência econômica para os países que desejavam aderir a União Monetária Europeia (UEM) e adotar a moeda única foram definidos em vários artigos do tratado de Maastricht. Os países teriam que assegurar, em 1998:

- Uma taxa média de inflação, ao longo dos 12 meses anteriores ao exame, não sendo superior a 1,5 pontos percentuais, tendo em vista a taxa de inflação dos três Estados-Membros com melhor desempenho no bloco;
- A média de longo prazo da taxa de juros, ao longo de 12 meses que antecede o exame, deveria ser maior que 2 pontos percentuais, tendo em vista o desempenho dos três Estados-Membros com melhor desempenho no bloco;
- Um nível de dívida pública não superior a 60% do PIB, ou, no caso de uma proporção mais elevada, numa tendência decrescente, do valor de referência a um ritmo satisfatório;
- Um déficit público inferior a 3% do PIB;
- As Flutuações entre o euro e as moedas externas ao bloco, tinham que permanecer + / - entre a faixa de 15% da taxa de câmbio acordada para tal.

Uma cláusula também foi incluída no tratado de Maastrich, especificando que o Banco Central Europeu não realizaria o resgate de qualquer membro da UEM que ia além dos níveis da dívida ou do déficit (Artigo 104b, do Tratado da União Europeia, 199.230).

O Tratado não excluía assistências, porém, determina as bases em que as assistências financeira poderiam ser oferecidas:

"Caso um Estado-Membro se encontre em dificuldades ou sob grave ameaça de dificuldades causadas por ocorrências excepcionais que não possa controlar, o Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão, concederia, sob certas condições, assistência financeira comunitária ao Estado-Membro em causa. Onde as graves dificuldades são causadas por desastres naturais, o Conselho delibera por maioria qualificada ... " (Artigo 103, do Tratado da União Europeia, 1992).

O Tratado de Maastricht engendrou um progresso no sentido de unificar a ação nas esferas econômica, política e social, dos países da Europa. Esse projeto, no entanto, enfrentou a mesma dificuldade que qualquer proposta política de unificação: convencer os interessados de que era conveniente abrir mão de certas vantagens particulares em benefício do conjunto.

Considerando que desde a primeira crise do mecanismo de taxas de câmbio, em Setembro de 1992, diversas moedas (a lira italiana, a coroa sueca, a peseta espanhola, a dracma grega, a libra britânica e o escudo português) sofreram uma depreciação de 15% ou mais contra o

marco alemão; assim, considerando seus efeitos sobre os equilíbrios macroeconômicos fundamentais, as taxas de câmbio nominais entre as diversas moedas europeias (especialmente as integradas no SME) mantiveram um alto grau de instabilidade;

A instabilidade do SME em 92 deve-se a motivos essenciais:

- As dificuldades de ratificação do Tratado de Maastricht, marcadas pelo "não" dinamarquês, retiraram credibilidade ao processo de integração e alimentaram movimentos especulativos de ataque às moedas mais fracas do SME;
- A Alemanha encontrava-se em pleno processo de reunificação, sustentando taxas de juro elevadas como forma de evitar tensões inflacionistas;
- As restantes economias lutavam para sair da recessão, pretendendo taxas de juro baixas para estimular o crescimento, mas forçava-se a acompanhar a Alemanha;

Criou-se assim, uma situação de inconsistência entre objetivos de estabilização cambial, crescimento interno e a grade de paridades perdeu credibilidade. Em 21 de Novembro de 1992 a peseta e o escudo desvalorizam 6%. Esta nova crise resulta do abandono da ligação da coroa sueca ao ECU, uma vez que a situação interna (recessão, pressões inflacionistas) não permitiria defender a moeda de ataques especulativos.

Em 2 de Agosto de 1993 as bandas de flutuação passam para  $\pm 15\%$ , em resultado de pressões sobre libra, franco francês, coroa dinamarquesa, franco belga, peseta e escudo. Passa-se de um sistema de câmbios quase fixos a um sistema de câmbios potencialmente flutuantes. Perante um clima de recessão generalizado, reconhece-se que a capacidade de defesa das moedas em face de ataques especulativos é reduzida, alargando-se as margens de flutuação.

Por conseguinte, essas diferenças em relação ao funcionamento das economias de diversos países tinham afetado seriamente as taxas de câmbio reais, que contrastavam com a estabilidade das taxas nominais. Foi essa a causa fundamental dos movimentos especulativos desencadeados nos mercados de câmbios, que determinaram as depreciações acima referidas.

Assim, essas depreciações serviram para ajustar a taxa de câmbio nominal pela real, mas que, em alguns casos (designadamente no caso de Itália), a desvalorização foi bastante mais ampla, dando lugar a uma importante vantagem em termos de competitividade das suas exportações;

As flutuações cambiais traziam de forma momentânea, vantagens para os países cujas moedas se depreciavam, uma vez que tais vantagens eram de curta duração e acompanhadas de inflação, mas ao mesmo tempo causavam perturbações importantes no funcionamento do mercado interno; umas das causas importantes das flutuações cambiais na União residiam no caráter deficiente da coordenação macroeconômica.

Apesar do estabelecimento, em 1993, de bandas de +/- 15%, a maioria das moedas dos Estados-membros integradas no SME se movia na prática dentro de bandas de flutuação de forma bastante estreita, próximas das vigentes antes da reforma de 1993.

Essas flutuações cambiais podiam implicar, em nível microeconômico, uma redução importante das margens de lucro de certas empresas e estavam associadas a custos elevados para a cobertura do risco de câmbio, especialmente no caso das Pequenas e Médias Empresas exportadoras, uma vez que certos setores, como os têxteis e o vestuário, a indústria automóvel e certos produtos agrícolas, são particularmente sensíveis às flutuações cambiais.

A segunda fase do UEM começou em 1 de Janeiro de 1994 com a criação do Instituto Monetário Europeu (IME), precursor do Banco Central Europeu (BCE). Fundada em Junho de 1998, o trabalho do BCE durou seis meses para absorver e implementar os trabalhos preparatórios realizados pelo IME. Esta segunda fase foi dedicada aos preparativos técnicos para a criação da moeda única, o estabelecimento de disciplina fiscal e fortalecimento da convergência das políticas económicas e monetárias dos Estados membros da UE.

Assim, segundo o Relatório Económico Anual da Comissão sobre o impacto das flutuações cambiais sobre o mercado interno para 1996, corroborou as seguintes conclusões da Comissão:

- Declarou que a realização do mercado interno, instaurando a União Económica e Monetária, e, em especial, a introdução da moeda única europeia eram a única verdadeira resposta duradoura para os problemas causados pela turbulência cambial na União Europeia;
- Exortavam a Comissão a apresentar análises e avaliações setoriais das repercussões das flutuações cambiais, salientando que uma política de estabilidade credível e progressos no processo de convergência eram essenciais para evitar a turbulência cambial;
- Concordava com a conclusão fundamental do documento da Comissão segundo a qual, paralelamente às flutuações cambiais, também outros fatores, como, por exemplo, os fatores

estruturais, os fatores políticos e o investimento em capital humano, desempenhavam um papel decisivo no êxito do mercado interno na economia mundial;

- Apelava aos Estados-membros que ainda não haviam melhorado a sua situação orçamentaria, para que redobrassem os esforços para reduzir o déficit público e seguissem uma política orçamental coerente e estável, sem que pusesse em risco o funcionamento de serviços de interesse comum e o modelo social europeu no seu todo;

- Salientava que, em longo prazo, a instabilidade das taxas de câmbio era nociva para o funcionamento do mercado único, uma vez que gerava um ambiente imprevisível prejudicial à confiança do mundo empresarial e desencorajava o investimento;

- Entendia-se que era necessária uma coordenação eficaz das políticas econômicas e monetárias de todos os Estados-membros para concretizar esse objetivo;

- Considerava que era necessária a coordenação e o acompanhamento das políticas econômicas e monetárias a nível internacional, para o que a União Económica e Monetária prestasse uma contribuição importante;

- Reafirmava que para manter as flutuações cambiais a um nível mínimo na terceira fase da UEM, o Tratado impõe aos Estados-Membros, nesta mesma fase citada, a obrigação de que fossem evitados déficits excessivos; .

A solidez das finanças públicas era crucial para que fossem preservadas condições econômicas estáveis nos Estados-Membros e na Comunidade, atenuando a pressão sobre a política monetária e contribuindo para que fossem reduzidas e estabilizadas as expectativas de inflação, permitindo assim esperar que as taxas de juros se mantivessem em um nível baixo. Era uma condição essencial para um crescimento sustentável e não inflacionista e para um nível elevado de emprego, contribuindo assim para que fosse impedida a prática de desvalorizações competitivas por parte dos Estados-membros que se beneficiavam de uma derrogação e para que fosse garantido o funcionamento do mercado único, as iniciativas políticas necessárias e as decisões para que fossem definidas as relações entre o euro e as moedas dos Estados-membros que beneficiem de uma derrogação têm que ser tomadas com a maior brevidade possível;

Entendia-se que, por razões políticas e práticas, era oportuno que o sistema comum de taxas de câmbio que iria reger as relações entre os Estados-membros que se beneficiavam de uma



derrogação e os Estados-membros que não beneficiavam da mesma, tendo o euro como base, com amplas margens de flutuação, não excluindo a possibilidade de os Estados-membros que o desejavam fixarem margens mais estreitas; consideravam, além disso, era oportuno que esse sistema previa mecanismos de intervenção destinados a neutralizar as pressões especulativas;

Quanto a decisão de estabelecer uma moeda única, esta se deveu ao fato de oferecer muitas vantagens em relação à situação anterior, em que cada Estado-Membro tinha a sua própria moeda. Com a criação do euro, não só desapareceram os riscos de flutuação e as despesas de câmbio, como foi reforçada a cooperação entre Estados Membros, tendo em vista assegurar a estabilidade da moeda e da economia, em benefício de todos.

As vantagens do euro eram várias, fazendo-se sentir a diferentes níveis: nos cidadãos, nas empresas e na economia no seu conjunto. Entre essas vantagens, podemos destacar:

- Maiores possibilidades de escolha e preços mais estáveis para os consumidores e os cidadãos;
- Mais segurança e mais oportunidades para as empresas e os mercados;
- Maior estabilidade e crescimento econômico;
- Mercados financeiros mais integrados;
- Maior peso da União Europeia na economia mundial;
- Um símbolo concreto da identidade europeia.

A moeda única proporcionaria novas oportunidades decorrentes da integração e da dimensão da economia da zona euro, o que aumentaria a eficiência, em âmbito do mercado único europeu.

Antes da introdução do euro, a necessidade de realizar operações de câmbio implicava riscos e custos adicionais e uma falta de transparência nas transações transfronteiriças. Ao existir uma moeda única, tornava-se mais rentável e menos arriscado realizar atividades comerciais na zona euro.

A possibilidade de comparar facilmente os preços estimularia o comércio transfronteiras e o investimento. Todos os agentes econômicos se beneficiariam desta situação: desde os consumidores, que procuravam produtos ao mais baixo custo, até aos grandes investidores

internacionais, que podiam investir mais eficazmente em toda a zona euro sem os riscos de taxas de câmbio flutuantes, passando pelas empresas, que adquiriam serviços mais rentáveis. Na zona euro, existia agora um grande mercado integrado em que se utiliza a mesma moeda.

A importância da moeda única e a dimensão da zona euro proporcionavam também novas oportunidades à economia mundial. Uma moeda única faria da zona euro uma zona atrativa para os operadores económicos de países terceiros, fomentando o comércio e o investimento. Uma gestão económica prudente tornaria o euro uma moeda de reserva atrativa para países terceiros e conferiria à zona euro um maior peso na economia mundial.

A dimensão da zona euro e uma gestão cuidadosa proporcionariam também estabilidade económica a esta zona, tornando a mais resistente às mudanças económicas repentinas que poderiam surgir fora da mesma e perturbar a evolução das economias nacionais, tal como subidas do preço do petróleo a nível mundial ou turbulências nos mercados de câmbios mundiais. A dimensão e a força da zona euro dariam-lhe mais capacidade para absorver essas perturbações externas sem sofrer perdas de emprego ou reduções do crescimento.

Um país candidato à adesão à União Europeia deveria alinhar muitos dos seus aspectos sociais, económicos e políticos pelos dos Estados Membros. Este alinhamento destinava-se, em grande medida, a garantir que o país em vias de adesão poderia funcionar com êxito no mercado único de bens, serviços, capitais e trabalhadores da União Europeia.

A União Monetária Europeia era baseada em dois componentes: a coordenação das políticas económicas e orçamentais dos Estados-Membros para alcançar seus objetivos comuns, particularmente nas áreas de crescimento e emprego, e a criação de uma moeda comum.

De acordo com a Comissão Europeia (2012), a adoção do euro e a adesão à zona euro pressupunham um maior grau de integração com os Estados Membros que faziam parte da referida zona. A adoção do euro também requeria um importante trabalho de preparação, especialmente em matéria de convergência económica e jurídica.

A partir de 1997, nasceu o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). O pacto consistia em salientar a importância de se manter uma situação de estabilidade nas finanças públicas para reforçar as condições necessárias à estabilidade dos preços e um forte crescimento sustentável que conduziria à criação de emprego. Devia também assegurar que as políticas orçamentais nacionais apoiassem as políticas monetárias orientadas para a estabilidade, aconselhando os

países a manterem o seu déficit orçamental dentro do valor de referência de 3% do PIB, como tentativa de minimizar os efeitos perversos da política fiscal sobre a taxa de juros.

O tratado de Maastricht e o PEC tentaram promover a unificação dos três pilares, sendo que o que mais convém destacar aqui é o pilar econômico, com a unificação monetária. Assim, de acordo com o regulamento de Maastricht, começou a vigorar um arcabouço de políticas fiscais e de taxa de juros com coordenação conjunta, afim de neutralizar as assimetrias que ocorreriam devido à heterogeneidade dos países que compunham o bloco, uma vez que agora a margem de manobra individual, por parte dos países que compunham a zona do euro era menor, visto a perda de autonomia na emissão da moeda.

A função do euro era a de fornecer, através de uma única moeda, coordenação das políticas econômicas dos membros da União Europeia e promover o comércio intracomunitário pela abolição das flutuações cambiais. O euro era uma ferramenta política essencial para a integração europeia. O fato é que, com o estabelecimento de uma moeda única, estava em processo de realização o mercado único mais integrado possível.

Em maio de 1998, os primeiros onze países que resolveram participar da moeda única, (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal), estabeleceram os critérios de convergência estabelecidos no tratado de Maastricht, para a entrada no bloco. Estes critérios são:

- A relação entre déficit público e o produto interno bruto deve ser inferior a 3%;
- A relação da dívida pública em relação ao PIB deveria ser inferior a 60%;
- A taxa de inflação não deveria exceder em mais de 1,5 pontos percentuais a verificada nos três países com a menor inflação;
- A taxa de juro de longo prazo não deveria exceder em mais de 2 pontos dos três países mais estáveis em termos de preço;
- Margens de flutuação do SME deveriam ser respeitadas.

Os critérios de convergência tinham por objetivo garantir uma evolução econômica harmoniosa na UEM, afim de se evitar tensões entre os Estados-Membros da União Europeia

Para que um Estado Membro pudesse adotar o euro, este deveria cumprir determinados critérios econômicos e jurídicos. Os "critérios de convergência" econômica colocados pela PEC eram concebidos para assegurar que a economia de um Estado Membro fosse suficientemente preparada para a adoção da moeda única e que esta poderia se integrar de forma harmônica no regime monetário da zona euro. A convergência jurídica requeria que a legislação nacional, especialmente a relativa ao banco central nacional e a questões monetárias, fossem compatíveis com o Tratado.

A substituição de uma moeda nacional pelo euro constituiu uma operação de grande envergadura que exigiu muitos preparativos práticos, destinados, por exemplo, a garantir que a moeda nacional fosse retirada rapidamente, que os preços dos bens fossem devidamente convertidos e indicados e que os cidadãos estivessem bem informados. Todos estes preparativos dependiam do "cenário de transição para o euro" específico adotado pelo país candidato à adesão à zona euro. Os países que atualmente desejam aderir à zona euro se beneficiaram da experiência adquirida no lançamento do euro. A Comissão Europeia ofereceu ajuda e aconselhamentos consideráveis a esses países.

Alguns países que não participavam na zona euro eram já membros do mecanismo de taxas de câmbio (MTC II). Trata-se de um sistema concebido para evitar flutuações excessivas da taxa de câmbio entre as moedas participantes e o euro que possam perturbar a estabilidade econômica dentro do mercado único. Embora a participação fosse voluntária, constituiu um dos "critérios de convergência": para que pudessem adotar o euro, os países candidatos a aderir à zona euro deveriam ter participado do referido mecanismo sem ter sofrido tensões graves durante, no mínimo, dois anos.

Em 1 de Janeiro de 1999, começou a 3ª fase da UME, com a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos onze Estados-Membros. Nesta mesma data, o euro tornou-se moeda de onze países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal), mais a Grécia em 2001, a Eslovênia em 2007, Chipre e Malta em 2008 e a Eslováquia em 2009.

O euro está em circulação, desde 01 de janeiro de 2002, nos doze países da zona do euro, marcando-se por um período de dupla circulação do euro / moeda nacional. Agora, entre os 27 países europeus, apenas a Grã-Bretanha, Dinamarca, Suécia, Hungria, Romênia, Bulgária, República Checa, Polônia, Lituânia e Letônia não fazem parte da área do euro.

O Euro possui algumas vantagens que não devem ser esquecidas. Ele teve o potencial para, em numerosas ocasiões, proteger as economias europeias contra a turbulência financeira internacional, proporcionando um ambiente estável para o comércio entre os Estados-Membros da zona do Euro, nomeadamente através da eliminação de operações e comissões de câmbio, mas também facilitou a comparação de preços para os consumidores.

Outras vantagens do Euro:

-Fortalecimento político e econômico dos países membros

-Supressão de tarifas aduaneiras

-Livre circulação de mercadorias, serviços, capitais e pessoas.

-Criação de moeda única

Explicitando algumas vantagens do Euro enquanto moeda e da constituição de uma zona monetária, podemos destacar:

- Transparência de preços quando você compra ou você está viajando na área do euro

Ser capaz de ter todos os preços exibidos em uma moeda comum é benéfico para os consumidores, que podem então comparar os produtos e fazer a escolha certa em termos de preço.

- A eliminação dos custos de transação

Agora, dentro da área do euro, havia mais custos associados com a compra e venda de moedas nos mercados de câmbio, medidas de proteção contra acontecimentos adversos nas taxas de câmbio; pagamentos transfronteiriços de moeda que acompanharam a tendência das taxas anteriores de alta, a detenção de várias contas em moeda, torna a gestão das suas contas mais difíceis e caras. Obviamente, o comércio intracomunitário é assim, facilitado consideravelmente desde então.

- O desaparecimento das flutuações cambiais

O euro levou ao desaparecimento das flutuações da taxa de câmbio, e, assim, riscos de moeda na área do euro. Anteriormente, esses custos eram relacionados aos cursos e os riscos de câmbio como barreiras ao comércio e à concorrência transfronteiras. Assim, o desaparecimento das flutuações da taxa de câmbio reduz a incerteza no nível de preços e rentabilidade futura dos investimentos.

- Taxas de juros de longo prazo

A estabilidade do euro por um longo tempo permitiu o acesso a taxas de juros muito baixas, com expectativas de inflação e prêmios de risco associados com a inflação, a qual permaneceu baixa e estável. No entanto, é claro que a área do euro não conseguiu segurar as taxas de juros sobre os títulos de alguns países a partir de 2010.

Com relação às principais dificuldades da constituição da zona do euro, além da moeda única o dentro do bloco, podemos destacar a oposição à União Europeia manifestada por amplos setores da população, como, por exemplo, na Dinamarca, em que o Tratado de Maastricht só foi referendado num segundo plebiscito e a oposição por partidos políticos dos países signatários mostrou que nem todos acreditavam na possibilidade de uma Europa unida em torno de objetivos comuns. Os chamados "eurocéticos", entre os quais se destacou a ala mais direitista do Partido Conservador britânico, viam a União Europeia como mecanismo capaz de se sobrepor às tradições de cada país.

Destacando mais alguns dos principais problemas do euro enquanto moeda e da constituição da zona do euro temos:

- eliminar dispositivos protetores das indústrias nacionais;
- obrigar a uma unificação monetária pode ser prejudicial para países com moedas mais fortes;
- permitir o acesso de contingentes de desempregados provenientes dos países menos desenvolvidos da Comunidade aos empregos oferecidos pelos países economicamente e socialmente mais estáveis;

Em geral, os eurocéticos são defensores da soberania nacional, enfatizando que a formação continua a ser o principal quadro para o exercício da democracia; eles denunciam como

resultado da integração, políticas inoperantes que servem para o benefício de uma abordagem mais flexível, baseado na cooperação.

Em termos econômicos, o pensamento da corrente incluindo alguns da esquerda defende uma política econômica mais estruturada, desafiando o princípio da livre concorrência. Alguns querem romper com o quadro da União Europeia, outros querem estabelecer algum protecionismo a nível europeu para lutar contra a concorrência dos países emergentes como a China. Sendo que alguns dizem que essa última alternativa é a única solução para aumentar os níveis de salários e o emprego na Europa.

Entre os temas e argumentos apresentados por eurocéticos muitos são os seguintes:

-A União Europeia é construída contra a vontade do povo, isso pode ser ilustrado nos referendos sobre a ratificação de novos tratados, ou através de um baixo comparecimento às urnas nas eleições europeias;

-A União Europeia apenas figura para aparecer como uma potência diplomática independente dos Estados Unidos, entretanto os militares permanecem em grande parte ligados ao dispositivo da OTAN, dominado pelos EUA, sendo que a união europeia não possui os meios para ser uma potência em seu próprio direito ;

-A União Europeia não trouxe paz para a Europa (em referência à ação militar nos Balcãs, por exemplo, na intervenção no Kosovo, sem um mandato da ONU, e as perspectivas difíceis para o país);

-princípios econômicos que norteiam a UE são inadequados ou muito liberais (em tais operações críticas e políticas conduzidas pelo Banco Central Europeu, que é o responsável pela direção da moeda única);

-o término do abandono de grandes ações de soberania do Estado, que podem ser considerados como elementos essenciais nevrálgicos da política nacional, como por exemplo: (âmbito econômico: a intervenção do Estado na indústria);

-uma burocracia extensa e cara;

-regras de funcionamento da zona são particularmente complexas, o que não contribui para aproximar os cidadãos das instituições europeias.

Segundo Feldestein (2011), militante da corrente eurocética, a criação do euro deve agora ser reconhecida como uma experiência que teve uma série de custos econômicos enormes, uma vez que o surgimento de atuais crises da dívida soberana nos países da zona do euro é resultado essencialmente da consequência inevitável de impor uma moeda única a um grupo muito heterogêneo de países, heterogeneidade essa, que não inclui apenas as estruturas econômicas, mas também tradições fiscais e atitudes sociais.

Uma moeda única significa que todos os países da união monetária têm a mesma política monetária e a mesma taxa de juro básica, com taxas de juros diferentes entre os mutuários, só por causa das percepções diferentes, a respeito do risco de crédito.

Os economistas desta corrente explicaram que o resultado seria uma maior variabilidade da produção e do emprego, um ajuste muito mais lento ao declínio na demanda agregada, e os desequilíbrios comerciais persistentes com o resto do mundo.

Assim, coloca-se a crítica que quando um país tem sua própria política monetária, ele pode responder a um declínio na demanda pela redução das taxas de juros e desvalorização cambial, para estimular a atividade econômica, podendo usar o seu Banco Central como prestador de última instância, afim de socorrer bancos em crises financeiras ou desvalorizar a sua moeda .

Mas, com a união monetária, o Banco Central Europeu deve tomar a política monetária com base na condição geral de todos os países pertencentes a esta. Isto significa que as taxas de juros são muito altas para os países com desemprego crescente, e muito baixas em outros países onde os salários estão subindo muito rapidamente, configurando assim uma dissonância entre os países do bloco.

Feldestein (2011) também diagnostica que o plano para aumentar o capital dos bancos através do fundo de facilidade de estabilidade financeira (EFSF) não vai funcionar, porque os bancos não querem diluir atuais acionistas, buscando capital privado ou capital público. Em vez disso, eles estão reduzindo seus empréstimos, principalmente para mutuários em outros países, causando uma desaceleração ainda mais atividade econômica europeia.

A criação do euro, assim, criou tensões e conflitos dentro Europa, que não teriam existido sem o mesmo, segundo o autor. Embora esses conflitos estejam sendo resolvidos pelo exercício do poder econômico e financeiro ao invés de intervenções militares, os governos soberanos de



Grécia e Itália estão sendo forçados a aceitar as políticas impostas pela Alemanha e França. Assim, novos passos em direção a uma união de transferência permanente ou união fiscal só poderiam vir a agravar essas tensões e conflitos.

Essa tutela pode ser explicada pelo fato de que os bancos privados franceses, alemães e ingleses têm imensa exposição aos títulos públicos das economias da Europa do Sul. Foi, aliás, essa exposição que levou as maiores economias europeias a socorrer seus vizinhos, a contragosto a julgar pelas declarações públicas de seus dirigentes, no segundo trimestre de 2010.

Existem vários pontos em que podemos observar elos fracos na sustentação da moeda comum europeia, sendo que podemos elencar: Em primeiro lugar, podemos citar a falta de condições políticas para avançar na utilização de finanças comuns para combater choques assimétricos e estabilizar as economias, o que demandaria uma maior integração política entre os países do bloco europeu para avançar no federalismo fiscal. Em segundo lugar, não é eficiente colocar economias disparem em uma política monetária e cambial única, sendo esta uma das causas do desequilíbrio financeiro de alguns estados.

A ausência de moeda própria obriga que o instrumental normal a se utilizar num eventual crise, que seria a desvalorização cambial, não exista.

Na União Europeia, o BCE não atua nesse sentido, apesar de algumas atuações pontuais. A falta de um prestador em última instância faz com que os países mais sólidos da zona do euro, Alemanha e França, tomem a incumbência de serem portos seguros, garantindo o resgate dos países europeus afetados com a crise, caso que não se configura atualmente, devido a um risco crescente que toma conta da zona do euro, o que faz com que os países mais fortes do bloco a terem uma atitude de preocupação com suas próprias economias. Mas até quando os mesmos conseguiram manter a salvaguarda, ou pior, e se algum desses países em situação mais privilegiada do ponto de vista financeiro se tornarem vulneráveis e passarem a não garantir suas dívidas e muito menos o financiamento do EFSF?

Por fim, Feldestein (2011) propõe a alternativa do país em pior situação financeira do momento, a Grécia, sair da Zona Euro e voltar a utilizar sua própria moeda. Embora não haja nenhuma disposição no tratado de Maastricht para um país sair, o custo econômico e social das medidas de aperto fiscal e salarial são um preço alto a pagar, levando as autoridades a cogitarem a possível alternativa do país se retirar da zona do euro.

Contudo, a Alemanha está agora disposta a pagar para tentar manter a Grécia na zona do euro, porque teme que uma deserção grega poderia levar a uma ruptura da zona euro por inteira, eliminando a taxa de câmbio fixa, que até então beneficia os exportadores alemães e a economia alemã em geral, e assim, através de uma onda de desvalorizações cambiais, fariam configurar uma situação na qual os países de dentro da zona começariam a concorrer entre si, desvalorizando as suas taxas de cambio, a fim de permanecerem competitivos, e assim fazendo com que o euro caísse em descrédito e por fim fosse abandonado, decretando o fim da zona do euro.

Segundo Oreiro (2011), a crise recente da Grécia expôs as fragilidades da área do Euro. Em função das desconfianças crescentes dos mercados financeiros, a respeito da solvência do setor público na Grécia, fizeram com que as taxas de juros dos títulos da dívida pública desse país aumentassem, agravando-se a situação fiscal e assim conduzindo a uma piora nas expectativas do mercado financeiro, levando a um aumento das taxas de juros, evidenciando uma deterioração da situação fiscal e conduzindo a piora do nível de expectativa do mercado financeiro.

Sem o apoio do Banco Central europeu, a fim de monetizar, pelo menos em parte, o grande déficit fiscal, constrói-se um ciclo vicioso, que exige uma austeridade fiscal por parte do governo grego, sendo que justamente a política anticíclica mais adequada para a crise seria a manutenção desses déficits fiscais, visto a ausência de outros mecanismos de ajustamento de política econômica.

## **CAPITULO 2: A eclosão da crise na zona do Euro e os seus principais determinantes.**

Começaremos a análise, explicitando as condições determinantes para se alcançar o ótimo funcionamento de uma zona monetária ótima, de acordo com a teoria da área monetária ótima. Desde os esforços dos anos 60, pode-se notar que há uma série de esforços visando encontrar as condições ideais para se formar uma zona monetária ótima.

Assim, de acordo com Amaral (2010), podemos elencar 3 condições necessárias para se alcançar tal objetivo. A primeira se refere à plena capacidade de circulação de fatores produtivos com total flexibilidade dos respectivos preços. A segunda, que exista nesse espaço um orçamento comum suficientemente importante para permitir utilizar as finanças públicas para estabilizar as economias desse espaço em caso de sofrerem choques assimétricos (condições macroeconômicas desfavoráveis, na qual a maior parte das economias do bloco possam não ser afetadas). A terceira consiste na homogeneidade relativa das economias que irão se integrar.

É verdade que havia a expectativa que a moeda única tornaria possível a convergência das distintas economias que, com o tempo, permitiria seu cumprimento. Porém, a relativa homogeneidade requerida para uma zona monetária ótima também está longe de se verificar. Além dos fatores histórico-culturais, as diferenças de nível de rendimento e principalmente de produtividade entre os países são, e já eram em 1999, de tal forma pronunciadas, que não se pode falar, a nível europeu, de homogeneidade mínima para se poder criar uma zona monetária ótima.

Tendo em vista a União Monetária Européia, podemos afirmar que nenhuma destas 3 condições são verificadas, as quais são necessárias para que a moeda única se justificasse no plano econômico. Assim, quando analisamos todas as diferenças entre os países, podemos notar que as condições histórico-culturais dos mesmos fazem com que o fator trabalho tenda a circular de forma imperfeita, com várias diferenças, podendo-se observar que o preço do trabalho, ou seja, o salário, está muito longe da plena flexibilidade que a teoria considera essencial para existir uma zona monetária ótima. Os mercados de trabalho são regulamentados através de legislações bastante diferentes entre si, impedindo que os salários se ajustem da forma que a teoria descreve, nomeadamente devido à rigidez à baixa dos salários nominais e a não liberalização total dos despedimentos.

Desde o estabelecimento do princípio da livre circulação de pessoas na União europeia (UE), um grande número de obstáculos à mobilidade foi suprimido. A Comissão apresenta assim as principais evoluções jurídicas que melhoraram os direitos dos trabalhadores migrantes europeus. Além disso, a promoção da mobilidade é um dos objetivos da nova estratégia Europa 2020.

O princípio da livre circulação de pessoas aplica-se a todos os cidadãos europeus cuja estadia não ultrapasse os três meses. Além deste período, o exercício da liberdade de circulação está sujeito a determinadas condições. No entanto, os trabalhadores migrantes oriundos da UE beneficiam de condições muito melhores do que os cidadãos de outras origens ou dos não ativos.

Efetivamente, o princípio da liberdade de circulação de trabalhadores concede a todos os cidadãos europeus o direito de trabalharem noutro país da UE [artigo 45 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)]. Alguns países podem impor formalidades de registro dos trabalhadores que ultrapassem o período de três meses, mas nenhuma outra condição de estadia.

A maior barreira para os trabalhadores é a ‘portabilidade’ dos direitos à pensão, desemprego, proteção na doença e outros aspectos da segurança social. Os sistemas nacionais foram concebidos para as pessoas contribuírem durante toda a vida de trabalho e depois receberem a sua pensão de reforma. Os que trabalham em diferentes Estados Membros acabam por verificar que só acumularam parcialmente benefícios em dois ou mais sistemas nacionais diferentes. Embora as regras da UE obriguem a que as contribuições feitas em diferentes Estados sejam somadas no respectivo tempo de trabalho, com os benefícios definidos a nível nacional, a complexidade do sistema permanece uma barreira à circulação dos trabalhadores.

Para promover ainda mais a participação dos imigrantes, os estados deveriam garantir a integração destes, em áreas como o emprego, inclusão social e educação. Especificamente, o emprego é considerado um componente integral da participação dos imigrantes na sociedade de acolhimento e um elemento essencial do processo de integração. Por isso, é necessário que o Estado forneça aos imigrantes, acesso ao mercado de trabalho.

Inclusão social e acesso à proteção social também são essenciais para o processo de integração. A pobreza, as barreiras ao acesso aos serviços sociais e discriminação tendem a minar a participação dos imigrantes na sociedade em que passam a viver.

Educação e formação também devem ser incorporadas nas políticas de integração, as quais são de aspectos fundamentais para promover a participação dos imigrantes na sociedade onde vivem. Ao mesmo tempo, educação e formação devem fornecer o material necessário para construir pontes culturais e, conseqüentemente, uma sociedade mais coesa.

De acordo com a criação da diretiva 2006/123/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro do respectivo ano, relativa aos serviços no mercado interno [Jornal Oficial L 376 de 27.12.2006], visa criar um verdadeiro mercado interno dos serviços, facilitando a liberdade de estabelecimento dos prestadores de serviços noutros estados Membros e a liberdade de prestação de serviços entre Estados-Membros. A diretiva também visa igualmente aumentar as possibilidades de escolha à disposição dos destinatários dos serviços e melhorar a qualidade dos serviços prestados tanto aos consumidores como às empresas.

A presente diretiva estabelece um quadro jurídico geral que facilita o exercício da liberdade de estabelecimento dos prestadores de serviços e a livre circulação dos serviços, mantendo simultaneamente um elevado nível de qualidade dos serviços.

A diretiva assenta-se nos seguintes quatro pilares:

- Facilitar a liberdade de estabelecimento e a liberdade de prestação de serviços na UE;
- Reforçar os direitos dos destinatários dos serviços, enquanto utilizadores dos mesmos;
- Promover a qualidade dos serviços;
- Estabelecer uma cooperação administrativa efetiva entre os Estados-Membros.

A diretiva aplica-se nos dois casos seguintes:

- O estabelecimento permanente de empresas, ou seja, quando um empresário específico ou uma empresa pretende criar um estabelecimento permanente (empresa ou sucursal) no seu próprio país ou noutro país da UE;
- A prestação transfronteiriça de serviços, ou seja, quando uma empresa já estabelecida num país da UE pretende prestar serviços noutro país da UE, sem criar um estabelecimento permanente ou quando um consumidor residente num país da UE pretende que um prestador estabelecido noutro país da UE lhe preste um serviço.

Além disso, a diretiva permite igualmente que os destinatários de serviços, em especial os consumidores e as empresas, tenham uma escolha maior e um melhor acesso aos serviços na UE na medida em que:

- Os beneficiários ficam mais bem informados sobre os prestadores de serviços e sobre as garantias pós-venda ou a reparação;
- A diretiva proíbe qualquer discriminação com base na nacionalidade ou residência do beneficiário do serviço.

De acordo com a Diretiva 88/361/CEE do Conselho, de 24 de Junho do respectivo ano, artigo 67 da implementação do princípio da plena liberalização dos movimentos de capitais entre Estados-Membros a partir de 01 de julho de 1990, a Comissão pretende remover o sistema geral das restrições aos movimentos de capitais entre pessoas residentes nos Estados-Membros. Por "circulação de capitais", todas as operações a serem realizadas por uma pessoa ou entidade para executar o movimento de capital. Isto inclui, entre outros, o investimento direto, investimentos imobiliários, operações em títulos e em contas correntes e depósitos, empréstimos e créditos financeiros.

A diretiva estipula, no entanto, uma "cláusula de salvaguarda". Movimentos de capitais podem exercer grande pressão sobre os mercados de moeda, causando graves perturbações na direção da política monetária e cambial de um Estado-Membro. Neste caso, a Comissão pode, após consulta do Comitê Monetário e do Comitê dos Governadores dos Bancos Centrais, autorizar o Estado a tomar medidas de proteção. Estas medidas dizem respeito aos movimentos de capitais que não pode exceder seis meses.

A respeito do preço dos fatores, segundo González (2012), podemos dizer que existe certo nível de inflexibilidade, por exemplo, nos salários, o que vai contra o que a teoria considera ideal para existir uma zona monetária ótima, assim como as diferentes regulamentações entre os países, que são muito diferenciadas, evitando ajustamentos nos salários, por exemplo.

As diferenças entre os níveis de produtividade e rendimento entre os países, também mostram a debilidade evidenciada nas assimetrias verificadas na união monetária do bloco europeu.

Vejamos o caso alemão, que se destaca da maior parte dos países que compõem o bloco do euro. A Alemanha foi o país europeu que mais reduziu a taxa de desemprego durante o período de crise financeira internacional, com uma forte aposta nas exportações desenvolveu

uma política de contenção salarial, a qual permitiu incrementar as exportações, reduzir as importações e diminuir o desemprego.

Depois da crise, podemos notar ainda um processo de atração de jovens talentos europeus para a Alemanha, dadas as situações muito difíceis que estes vivem nos países europeus mais atingidos pela crise, sendo este movimento potencializado ainda mais pelos efeitos das fortes medidas de austeridade, solucionando o problema da escassez de mão de obra em setores tecnológicos e científicos na economia alemã e ao mesmo tempo induzindo uma flexibilização dos salários, ressaltando a iniciativa alemã de manter estes abaixo do nível de produtividade.

Durante anos o governo da Alemanha pressionou os sindicatos a não elevar os salários. Como resultado, a demanda doméstica não aumentou e a produtividade ultrapassou o crescimento dos salários, levando a um superávit comercial.

Segundo Oreiro (2011), a Alemanha defende este superávit, um problema para os países do sul da Europa que tentam aumentar sua competitividade. Pedir à Espanha e à Itália que cortem seus salários com a finalidade de sair da crise destruirá a demanda doméstica, mas não permitirá que esses países alcancem o mesmo nível de competitividade da Alemanha e incrementem suas exportações, afim de gerar recursos para acabar com seus déficits públicos.

Os que conceberam a UME (União Monetária Européia) não consideraram que ao juntarem um grupo de países com uma moeda única, os diferenciais de produtividade entre eles levariam aqueles de produtividade mais alta a terem superioridade competitiva frente aos menos produtivos, sendo que os primeiros passariam a superavitários e os outros a deficitários, com dívidas elevadas, que acabariam por desestabilizar tais economias.

Assim, evidenciou-se que não estavam dadas em todos os países as condições produtivas, financeiras e macroeconômicas necessárias para trabalhar com moeda única e estabilidade dos mercados financeiros. Isso se repercutiu em baixas dos seus graus de investimento (por parte das classificadoras) e em altas das suas taxas de juro para os países com altos níveis de endividamento, o que atua em detrimento do crescimento, assim como das finanças públicas e privadas, e passam a ter menos condições para encarar as obrigações financeiras.

Todos os países membros da UME passaram a trabalhar com uma só moeda e, em troca, a política fiscal passou a ser determinada por cada país, sem contar com o manejo da política

monetária para poder flexibilizar a política fiscal. Isso circunscreveu à política fiscal, tanto a receita tributária dos governos como a sua capacidade de endividamento, tendo que recorrer ao mercado para isso, uma vez que o BCE não compra diretamente dívida emitida pelos governos.

Os países periféricos da zona euro passaram a ter déficit de comércio, não devido aos seus déficits fiscais e sim, sobretudo, pelo diferencial de inflação observado nestes, que gerou um diferencial de competitividade do setor privado, fazendo assim diminuídas as suas vendas e rendimentos, sendo estes deslocados, sobretudo pelos produtos alemães e de outros países que têm melhor produtividade e competitividade do que eles. Isso levou a que as dívidas do setor privado fossem maiores, na maioria dos países periféricos, que as do setor público.

O déficit fiscal e a dívida pública não aumentaram tanto, porque os governos haviam incrementado significativamente suas despesas, mas a queda do rendimento das empresas e dos indivíduos, reduziram a arrecadação tributária, resultando daí o déficit.

A partir da questão da política fiscal, abaixo encontraremos uma tabela que traz de essencial a questão da receita, do gasto e da dívida pública, considerando duas configurações de zona (EA17 e EU27):

		2008	2009	2010	2011
<b>Euro area (EA17)</b>					
GDP market prices (mp)	(million euro)	9 244 227	8 919 411	9 162 447	9 419 160
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-196 067	-569 501	-571 050	-387 617
	(% of GDP)	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1
Government expenditure	(% of GDP)	47.1	51.1	50.9	49.3
Government revenue	(% of GDP)	44.9	44.8	44.7	45.2
Government debt	(million euro)	6 481 705	7 125 984	7 817 826	8 215 289
	(% of GDP)	70.1	79.9	85.3	87.2
<b>EU27</b>					
GDP mp	(million euro)	12 466 843	11 742 120	12 260 171	12 634 499
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-302 270	-808 644	-802 311	-565 117
	(% of GDP)	-2.4	-6.9	-6.5	-4.5
Government expenditure	(% of GDP)	47.1	51.1	50.6	49.1
Government revenue	(% of GDP)	44.7	44.2	44.1	44.6
Government debt	(million euro)	7 789 712	8 777 601	9 811 660	10 421 987
	(% of GDP)	62.5	74.8	80.0	82.5

Fonte: Eurostat, Statistiques en bref (2012)

Área do euro (EA17): Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia.



Área do euro (EU27) : Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária. Chipre, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos (Holanda), Polônia, Portugal, Reino Unido, República, Romênia e Suécia

Em 2011, o déficit do governo tanto da área do euro (EA17), quanto na UE-27 diminuiu em termos absolutos em comparação com 2010, enquanto a dívida pública subiu em ambas as zonas. Na área do euro o déficit orçamental em relação ao PIB diminuiu de 6,2% em 2010 para 4,1% em 2011, e na UE27 de 6,5% para 4,5%. Na área do euro, a dívida pública em relação ao PIB aumentou de 85,3% no final de 2010 para 87,2% no final de 2011, e na UE27 a partir de 80,0% para 82,5%.

A seguir, temos uma tabela que traz informações pertinentes a situação de déficit ou superávit de alguns países da zona do Euro, que merecem atenção, como o caso dos PIGS, a fim de entender indicadores como proporção dívida pública /PIB, entre outros. Em contrapartida, temos dados das duas principais economias do Bloco (Alemanha e França) para ter uma idéia da situação dos PIGS em relação a estes.

**GDP, government deficit/surplus and debt in the EU (in national currencies)**

		2008	2009	2010	2011
<b>Germany</b>					
GDP mp	(million euro)	2 473 800	2 374 500	2 476 800	2 570 800
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-1 410	-76 260	-105 860	-25 800
	(% of GDP)	-0.1	-3.2	-4.3	-1.0
Government expenditure	(% of GDP)	44.0	48.1	47.9	45.6
Government revenue	(% of GDP)	44.0	44.9	43.6	44.7
Government debt	(million euro)	1 649 271	1 766 943	2 056 711	2 088 472
	(% of GDP)	66.7	74.4	83.0	81.2
memo: intergovernmental lending in the context of the financial crisis	(million euro)		784	6 049	19 994
	(% of GDP)		0.0	0.2	0.8
<b>Portugal</b>					
GDP mp	(million euro)	171 983	168 504	172 670	171 015
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-6 236	-17 103	-16 950	-7 262
	(% of GDP)	-3.6	-10.2	-9.8	-4.2
Government expenditure	(% of GDP)	44.8	49.8	51.3	48.9
Government revenue	(% of GDP)	41.1	39.6	41.4	44.7
Government debt	(million euro)	123 108	139 945	161 135	184 291
	(% of GDP)	71.6	83.1	93.3	107.8
memo: intergovernmental lending in the context of the financial crisis	(million euro)		0	548	1 212
	(% of GDP)		0.0	0.3	0.7

<b>Greece</b>					
GDP mp	(million euro)	232 920	231 642	227 318	215 088
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-22 866	-36 103	-23 521	-19 565
	(% of GDP)	-9.8	-15.6	-10.3	-9.1
Government expenditure	(% of GDP)	50.6	53.8	50.2	50.1
Government revenue	(% of GDP)	40.7	38.2	39.7	40.9
Government debt	(million euro)	263 284	299 685	329 535	355 617
	(% of GDP)	113.0	129.4	145.0	165.3
memo: intergovernmental lending in the context of the financial crisis	(million euro)		0	0	0
	(% of GDP)		0.0	0.0	0.0
<b>Spain</b>					
GDP mp	(million euro)	1 087 749	1 047 831	1 051 342	1 073 383
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-48 897	-117 143	-98 166	-91 344
	(% of GDP)	-4.5	-11.2	-9.3	-8.5
Government expenditure	(% of GDP)	41.5	46.3	45.6	43.6
Government revenue	(% of GDP)	37.0	35.1	36.3	35.1
Government debt	(million euro)	436 984	565 082	643 136	734 961
	(% of GDP)	40.2	53.9	61.2	68.5
memo: intergovernmental lending in the context of the financial crisis	(million euro)		0	2 598	8 717
	(% of GDP)		0.0	0.2	0.8
<b>Ireland</b>					
GDP mp	(million euro)	179 990	160 596	155 992	156 438
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-13 219	-22 519	-48 607	-20 515
	(% of GDP)	-7.3	-14.0	-31.2	-13.1
Government expenditure	(% of GDP)	42.8	48.8	66.8	48.7
Government revenue	(% of GDP)	35.5	34.8	35.6	35.7
Government debt	(million euro)	79 582	104 602	144 241	169 264
	(% of GDP)	44.2	65.1	92.5	108.2
memo: intergovernmental lending in the context of the financial crisis	(million euro)		0	347	347
	(% of GDP)		0.0	0.2	0.2

Fonte: Eurostat, Statistiques en bref (2012)

Em 2011, os déficits maiores do governo em porcentagem do PIB foram registrados na Irlanda (-13,1%), Grécia (-9,1%), Espanha (-8,5%), Reino Unido (-8,3%), Eslovênia (-6,4%), Chipre (-6,3%), Lituânia (-5,5%), França e Romênia (ambos -5,2%) e Polônia (-5,1%). Os mais baixos déficits registrados foram na Finlândia (-0,5%), Luxemburgo (-0,6%) e Alemanha (-1,0%).

A Hungria (+4,3%), Estônia (+1,0%) e Suécia (+0,3%) registraram um superávit nas contas em 2011. Ao todo, 24 Estados-Membros registraram uma melhoria no seu saldo orçamental em relação ao PIB em 2011, em comparação com 2010.

No final de 2011, as menores proporções de dívida pública sobre o PIB foram registradas na Estônia (6,0%), Bulgária (16,3%), Luxemburgo (18,2%), Romênia (33,3%), Suécia (38,4%), Lituânia (38,5%), República Checa (41,2%), Letônia (42,6%), Eslováquia (43,3%) e Dinamarca (46,5%).

Quatorze Estados-Membros tinham uma dívida do governo com índices superiores a 60% do PIB em 2011: Grécia (165,3%), Itália (120,1%), Irlanda (108,2%), Portugal (107,8%), Bélgica (98,0%), França (85,8%), Reino Unido (85,7%), Alemanha (81,2%), Hungria (80,6%), Áustria (72,2%), Malta (72,0%), Chipre (71,6%), Espanha (68,5%) e Holanda (65,2%).

As políticas predominantes do UME não geraram condições endógenas de acumulação para manter a dinâmica de tais economias. Levaram-nas, sim, a um contexto de alta vulnerabilidade, uma vez que têm déficit de comércio exterior, nas finanças do setor privado e do governo, passando a depender do endividamento. O problema se agrava porque tão pouco gera condições endógenas de pagamento. Enquanto predominarem as políticas econômicas que geraram tais problemas, assim como a política de ajuste fiscal restritivo, prosseguirão os problemas de insolvência e instabilidade bancária. Concedem-se grandes quantidades de liquidez e empréstimos aos países devedores apesar de não terem condições de reverter o déficit fiscal e o do comércio exterior.

As políticas de globalização do UME fragilizaram a maioria das economias da zona euro, uma vez que atuaram em detrimento das bases produtivas, assim como em favor da balança de comércio externo, o que as faz depender do comportamento dos fluxos de capital, assim como da disponibilidade creditícia. Isso levou a que muitas economias da zona euro dependam dos créditos para financiarem seus desequilíbrios macroeconômicos e financeiros, para permanecer dentro do UME. Além disso, promoveram-se as reformas estruturais, que levaram à privatização de empresas e ativos públicos, assim como dos serviços públicos, e a reduzir a participação e dimensão do Estado na economia a fim de gerar poupanças forçadas tendentes a cobrir as obrigações financeiras.

Especuladores e Investidores do setor financeiro são que estão se apropriando dos setores estratégicos dos países devedores, que insistem na idéia de disciplina fiscal, o que levou a reduzir a dimensão do Estado na atividade econômica, ao não ter condições endógenas de acumulação e crescimento, o que encaminhou essas economias a dependerem cada vez mais da entrada de capitais, para que a política adotada continuasse ativa, a fim de estimular a entrada de capitais, e ampliar as opções de investimento.

Ao não terem moeda própria, os países não podem desvalorizá-la para melhorar a competitividade, uma vez que estão a reduzir salários e benefícios laborais para diminuir o custo do trabalho a fim de melhorar a competitividade para incrementar exportações e travar

importações, e assim reduzir o déficit de comércio exterior para enfrentar o pagamento do serviço da sua dívida. Apesar disso, não conseguem melhorar a competitividade frente ao seu vizinho, pois esse também usa da mesma política, pelo que não se incrementam exportações e, em contrapartida, está-se a contrair o mercado interno, o que leva as economias à recessão.

Para que o setor público pague a sua dívida, é preciso trabalhar com superávit fiscal. Ou seja, a sua arrecadação tributária deve ser superior às suas despesas. Sem fazer isso, o setor privado tem menos possibilidade de enfrentar o pagamento da sua dívida. Para evitar tal situação, é preciso que a economia trabalhe com superávit de comércio exterior, pois este permitiria melhorar as finanças do setor privado, assim como do setor público, os quais teriam melhor capacidade de pagamento das suas dívidas. Contudo, o superávit de comércio externo é difícil de alcançar dada a baixa competitividade e com a inviabilidade de desvalorizar a moeda. É necessário que os países superavitários aumentem salários e despesas públicas, para aumentar a sua demanda e as suas importações e que estas provenham dos países deficitários, para que estes possam incrementar exportações e passar de uma situação de déficit a superávit de comércio externo a fim de que possam crescer e pagar os serviços da dívida.

A recessão, o alto desemprego, a deterioração do nível de vida da população na maioria dos países da zona euro, não só compromete o prosseguimento do euro como também compromete os partidos políticos, por não responderem às exigências da maioria da população.

Em um contexto onde não há perspectivas de aumento das exportações e não há demanda por parte das famílias, dado o desemprego e os baixos salários, o governo tem que trabalhar com deficit orçamentario para incrementar a demanda e o mercado interno, afim de estimular o investimento e a geração de emprego.

Para evitar apostas contra a moeda, grandes saídas de capital e fortes desvalorizações, os países teriam que regular o movimento de capitais. As políticas macroeconômicas não deveriam ser concebidas, visando somente atender às condições de confiança exigidas pelo setor financeiro. Mas deveriam encaminhar-se no sentido da promoção do crescimento econômico e do pleno emprego e, através disso, gerar a capacidade de reembolso da dívida a fim de conseguir a estabilidade financeira e a disponibilidade creditícia a favor de empresas produtiva.

Com relação à questão relativa ao ajuste fiscal, este implicaria numa contração da demanda do setor público (ou, analogamente, num aumento da poupança do setor público) e a economias afetadas pela crise na zona do euro, precisariam de mais demanda, e não menos, para se recuperar. Além disso, nos próximos anos, os setores privados dos países afetados, atolados em dívidas que superam, em muito, a dívida do setor público, teriam que reduzir o seu nível de dispêndio para tentar ajustar os seus balanços. Com efeito, o endividamento do setor privado (empresas e famílias) está potencializado muitas vezes em cima do valor do PIB desses países.

Esse enorme endividamento do setor privado irá exigir um “ajuste fiscal” efetuado pelo governo, sendo que o impacto gerado por esse ajuste seria muito forte nas no nível de consumo das famílias e das empresas de tais países. Dessa forma, os gastos de consumo e de investimento do setor privado deverão permanecer estagnados por vários anos. Em outras palavras, a poupança privada nesses países (soma das poupanças das famílias e das empresas) teria que aumentar muito nos próximos anos para reduzir o enorme endividamento do setor privado.

Em face do aumento necessário da poupança privada, a recuperação da economia desses países exigiria uma redução da poupança pública e/ou uma redução da poupança externa, ou seja, um aumento do saldo em conta-corrente.

Tomando nota do pensamento da corrente que foi defensora da implantação da zona do euro, estes diziam que haveria custos, provenientes de implementar a moeda única; custos esses, que resultariam justamente da adequação afim de estabelecer uma maior homogeneidade entre os países. Assim, os custos seriam compensados pelos benefícios que a moeda única traria em médio prazo. Afirmavam, que a suposta proteção que uma moeda como o euro, de peso na esfera mundial, daria ao equilíbrio monetário e financeiro dos países que compõem a união monetária, livraria eles dos aspectos desestabilizantes que a globalização financeira traz.

Mas esse argumento é inconsistente, a medida de que observamos as flutuações de cotação do euro, durante a crise de 2008, bem como a incapacidade deste de proteger as economias periféricas do bloco, como Grécia e Portugal, que estão com profundos desequilíbrios financeiros. Portanto, parece que o euro enquanto moeda, não deu o respaldo e equilíbrio almejados por esse grupo de pensamento durante o teste de fogo que foi a crise de 2008.

Uma cooperação monetária estreita, mantendo as moedas nacionais, mas criando uma instituição financeira comum, dotada de elevados recursos, que permitisse o apoio a essas moedas teria sido certamente uma solução muito mais eficiente se o objetivo pretendido fosse o da proteção em relação aos efeitos da globalização financeira, por exemplo.

Segundo Amaral (2011), existe fortes razões para admitir que, se não houver alteração significativa das regras de funcionamento, a união monetária poderá desintegrar-se a prazo não muito longo, uma vez que não é possível para vários países com fortes déficits de comércio externo manter-se no UME. Estes não possuem condições produtivas e financeiras, nem macroeconômicas, para permanecerem dentro do UME. Sua permanência sustenta-se com os fluxos creditícios que recebem e o problema cresce porque não têm condições de assegurar o seu reembolso.

Se os países do euro estão determinados a percorrer o caminho do federalismo (e não tiverem uma alternativa melhor), os que estão fora da zona do euro enfrentarão uma escolha difícil: desistir da soberania monetária ou aceitar o papel de cidadãos de segunda classe na UE.

O custo da saída da zona monetária do euro seria destrutivo para um pequeno país periférico como a Grécia, que da noite para o dia perderia o acesso a toda fonte de crédito externo. E a sua saída constituiria um precedente para a saída de outros, provocando um contágio em toda a Europa meridional. Se todos os irmãos mais fracos deixassem a união monetária, com a exceção da Alemanha, Áustria, Holanda e Finlândia, o fortalecimento do euro causaria enorme sofrimento aos exportadores desses países. Assim, as desvantagens de uma saída do euro, por parte da Grécia, impactaria a todos, inclusive a própria Grécia.

Segundo Oreiro (2011), o Euro, tendo sido implementado em 1999, como uma tentativa de unificação política, que conduziria a Europa a reassumir a liderança histórica no mundo, a fim de suplantando os Estados Unidos, padece, após 10 anos da sua introdução, de dúvidas sobre sua sustentabilidade a médio prazo.

Tendo em vista a heterogeneidade dos países que compõem a zona do Euro, as diferenças tanto em nível das competitividades externas, quanto de suas situações fiscais, impõem limites bastante restritos, sobretudo a condição (robustez da economia, hierarquia dentro do bloco) em cada país ocupa no bloco, tendo em vista a condução de políticas anticíclicas autônomas por parte dos países da área da zona do euro.

Antes da união monetária ter sido posta em prática, grandes déficits fiscais em geral levaram as altas taxas de juro ou taxas de câmbio em declínio. Este mercado agiu como um aviso automático para os países reduzirem o seu nível de empréstimos. Com a entrada de tais países para a união monetária, aconteceu uma dificuldade de percepção desses sinais do mercado, que outrora teriam limitado endividamento das famílias. O resultado foi que os países emprestaram demais e os bancos emprestaram demais com a habitação superfaturada.

O BCE deveria fazer uma política monetária baseada na condição geral de todos os países da união monetária. Isto criaria uma situação em que taxas de juros são muito altas nos países com aumento do desemprego. E por causa da grande tamanho da economia alemã em relação aos outros países da Europa, o BCE coloca uma política monetária que dá maior peso às condições na Alemanha, em suas decisões do que dá às condições em outros países.

A política anti-inflacionária resistente do BCE tem feito as taxas de juros caírem em países como Itália e Espanha, onde as expectativas de inflação alta mantinham as taxas de juros altas. As famílias e os governos nesses países responderam às taxas de juros, aumentando o nível de empréstimos, o nível de financiamento na construção de casas, o que levou a um aumento dos preços da habitação.

O resultado foi rápido no aumento dos índices de endividamento público e privado em relação ao PIB em vários países, incluindo Grécia, Irlanda, Itália e Espanha. Apesar do aumento do risco para os credores que isto implicava, os mercados de capitais globais não responderam as elevações das taxas de juros para os países com aumento dos níveis da dívida.

Quando, no início de 2010, os mercados reconheceram o erro de considerar todos os países da zona euro como igualmente seguros, as taxas de juros começaram a subir o nível das dívidas soberanas da Grécia, Itália e Espanha. A dinâmica do mercado colocou em movimento um processo de auto-reforço em que as taxas de juros levaram os países à beira da insolvência. Em particular, o medo que a Grécia possa vir a ter em dificuldade em atender seus pagamentos da dívida fez com que a taxa de juros sobre a dívida grega a subir, a expectativa de maiores pagamentos de juros futuros implicou em um mesmo fardo de maior dívida futura.

O que começou como uma preocupação de um problema de liquidez grego, ou seja, sobre a capacidade da Grécia de ter o dinheiro para realizar os seus pagamentos de juros, se tornou um problema de solvência. Isso empurrou as taxas de juros, que por sua vez, a experiência

grega aumentou o risco percebido dos demais países que estão envolvidos com a problemática da dívida.

Segundo Oreiro (2012), a crise do Euro se origina do fato de que a moeda comum européia é uma “moeda sem Estado”, ou seja, uma moeda que não deriva seu valor da confiança que os agentes têm na capacidade de um Estado Soberano de impor o uso da mesma como meio de liquidação de contratos.

Nesse contexto, o valor do Euro depende apenas da sua escassez relativa, o que obriga o emissor da mesma – no caso o Banco Central Europeu – a conduzir uma política monetária estruturalmente apertada. Isso impõe restrições severas a atuação do BCE como prestador de última instância, sob pena de corroer o valor do Euro em função da perda de confiança dos agentes na estabilidade do poder de compra da moeda única ao longo do tempo. Uma desvalorização do euro seria benéfica a toda a região. O grande problema de uma moeda que é emitida em âmbito supranacional, é justamente a impossibilidade de desvalorizá-la, facilitando o pagamento das dívidas e aumentando a competitividade.

O uso como meio de pagamento é exercido pelos governos dos países que compõem a União Monetária e seu valor é mantido com base apenas na confiança do público no Banco Central Europeu (BCE). Nos primeiros anos de existência, foram cumpridas as exigências da União Monetária e a dívida pública dos países da zona do euro era estável.

Logo após a queda do Lehman Brothers em setembro de 2008, os governos decidiram iniciar fortes campanhas para impedir o colapso das economias européias após um grande declínio em 2009, mas contribuíram para aumentar o endividamento público na área do Euro. Como consequência, a relação do endividamento sobre o PIB de muitas nações do continente ultrapassou significativamente o limite de 60% estabelecido no Tratado de Maastricht, de 1992, que criou a Zona do Euro.

A desconfiança de que os governos da região teriam dificuldade para honrar suas dívidas fez com que os investidores passassem a evitar possuir ações, bem como títulos europeus. Os PIIGS são os países que enfrentam a situação mais delicada dentro da zona do euro.

Os chamados PIIGS (ou GIIPS, numa versão mais politicamente correta): Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Esses países sofrem de um problema crônico de competitividade



externa. No caso da Irlanda, o problema veio do auxílio ao sistema bancário em 2008 o qual se reflete em grandes déficits em conta-corrente.

O regime de crescimento desses países nos últimos anos foi, em larga medida, finance-led, ou seja, liderado pelo aumento do consumo (e do investimento imobiliário) financiado com endividamento privado e aumento dos preços dos ativos. A combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas não só torna muito estreito o espaço para a utilização da política fiscal de forma anticíclica, como ainda inviabiliza as chances de uma recuperação do nível de atividade por intermédio de um aumento da demanda doméstica. Assim, a única forma desses países se recuperarem da atual crise, consiste em um aumento forte das exportações, as quais, entretanto dependem da recuperação da economia global.

Entretanto, a adesão ao Euro resultou para esses países na perda de autonomia em controlar a taxa de câmbio nominal e a taxa de juros nominal de curto prazo. Tais limitações ataram as mãos dos países periféricos e os impediram de baixar os juros nominais ou mesmo de desvalorizar o câmbio nominal. Assim, o modelo de crescimento via promoção das exportações bem sucedido da Alemanha, contribui para o simétrico déficit comercial dos outros países da zona do Euro e, assim, levou diretamente para o inédito volume de dívida soberana acumulada por estes últimos.

Ainda pior, com a crise em 2008 nos EUA, tais países não puderam ajustar seus preços relativos (em especial suas taxas de juros e câmbio), pois o próprio acordo do Euro opera como uma camisa de força. As soluções, como elevação dos gastos orçamentários a fim de estimular o crescimento do PIB e a demanda doméstica, somente contribuíram para aumentar ainda mais as respectivas dívidas públicas. E também vale destacar que os sindicatos desses países não estão dispostos a trocar redução de salário real por garantia de manutenção de emprego no presente e no futuro, como foi feito na Alemanha.

Sendo assim, os países desse grupo não têm meios para promover um ajuste rápido de sua competitividade externa, o que deverá mantê-los por um período longo de tempo numa situação de estagnação ou de recessão econômica.

Segundo Oreiro (2011), o enorme endividamento do setor privado, em conjunto com a sobrevalorização cambial prevalecente no sul da Europa, limitou o efeito sobre o nível de atividade econômica e o desemprego da expansão fiscal realizada pelos governos dos países

da área do Euro. Nesse contexto, os assim denominados GIIPS – Itália, Espanha, Portugal, Grécia e Irlanda – se defrontaram com um quadro de estagnação e deterioração dos fundamentos fiscais, levando os mercados de bônus a uma perda crescente de confiança na capacidade dos governos desses países em honrarem seus compromissos financeiros. Essa perda de confiança se expressou num aumento gradual dos rendimentos dos bônus desses países, aumentando assim o custo de rolagem das dívidas públicas e, portanto, o risco de default soberano.

Esse processo cumulativo de perda de confiança-aumento dos rendimentos dos bônus-aumento do risco de default-perda de confiança poderia ser interrompido caso o BCE atuasse como market maker no mercado de bônus, estando disposto a comprar a quantidade necessária de títulos públicos desses países para estabilizar os rendimentos num patamar condizente com a solvência intertemporal das contas públicas. O problema é que o defeito genético do Euro impede que o BCE realize (ou possa realizar) as operações de compra de bônus soberanos na magnitude necessária para a estabilização dos preços desses títulos. Dessa forma, os preços e os rendimentos dos bônus dos países da zona do Euro ficam a mercê do humor dos mercados financeiros.

A combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas dos GIIPS criou importantes dilemas de política econômica. Para sanar o desequilíbrio fiscal, uma das soluções seria uma contração dos gastos do governo com o intuito de impedir que a relação déficit/PIB se exceda ainda mais, podendo levar a calote nas dívidas com severas consequências para o sistema bancário europeu. No entanto, esta medida afetaria bruscamente o Estado do Bem-Estar Social da população europeia.

Porém, tal decisão também implicaria em menos dinheiro para fazer a economia girar, justo num momento em que a Zona do Euro precisa crescer e aumentar sua arrecadação para diminuir o endividamento. A Europa, um dos maiores mercados consumidores do mundo, diminuiria o ritmo de importação de bens e serviços e prejudicaria a dinâmica da economia global.

Segundo Amaral (2010), nos países que adotaram a moeda única europeia, a redução do endividamento público tem sido buscada através da penosa e pouco efetiva via de um severo ajuste fiscal com aumento de impostos e cortes dos gastos públicos. Mas, ajustes fiscais desta

magnitude criam círculos viciosos porque induzem quedas acentuadas da atividade econômica que acarretam reduções das receitas fiscais que, por sua vez, ampliam o déficit fiscal.

Bancos privados franceses, alemães e ingleses têm imensa exposição aos títulos públicos das economias da Europa do Sul. Foi, aliás, essa exposição que levou as maiores economias européias a socorrer seus vizinhos, a contragosto a julgar pelas declarações públicas de seus dirigentes, no segundo trimestre de 2010.

Sem o apoio do Banco Central europeu, a fim de monetizar, pelo menos em parte, o grande déficit fiscal, constrói-se um ciclo vicioso, que exige uma austeridade fiscal por parte dos governos, sendo que justamente a política anticíclica mais adequada para a crise seria a manutenção desses déficits fiscais, visto a ausência de outros mecanismos de ajustamento de política econômica.

Existem vários pontos, nos quais podemos observamos elos fracos na sustentação da moeda comum européia, sendo que podemos elencar: Em primeiro lugar, podemos citar a falta de condições políticas para avançar na utilização de finanças comuns para combater choques assimétricos e estabilizar as economias, o que demandaria uma maior integração política entre os países do bloco europeu para avançar no federalismo fiscal. Em segundo lugar, não é eficiente colocar economias dispare em uma política monetária e cambial única, sendo esta uma das causas do desequilíbrio financeiro de alguns estados.

A ausência de moeda própria obriga a que o instrumento normal a utilizar, que seria a desvalorização cambial, não exista. Pelo que um país, por ausência de instrumentos de atuação, se vai endividando progressivamente em relação ao exterior até que esse processo tenha fim quando o nível de endividamento atinge o limite a partir do qual o crédito dos bancos e outras instituições financeiras internacionais deixam de fluir para o país.

De acordo com o economista belga Paul de Grawe (2011), o problema fundamental no mercado de títulos do governo na zona do Euro é a falta de um prestador de última instância. Assim, o EFSF poderia ser registrado como um banco com acesso ilimitado a fundos do BCE e, assim, cumprir o prestador de última função resort, já que o BCE recusará este papel, apesar intervenções pontuais nos mercados de títulos públicos dos devedores problema.

Por que razão países como os Estados Unidos e o Reino Unido estão conseguindo vender títulos de 10 anos de maturidade a uma taxa bem menor do que a Itália e a Espanha, se os seus fundamentos fiscais são tão ruins ou piores do que os destes últimos?

A única explicação disponível é que os primeiros podem emitir a sua própria moeda de tal forma que os seus Bancos Centrais podem atuar como emprestador de última instância, fornecendo liquidez em quantidades ilimitadas para os mercados de títulos no caso em que ocorra uma espécie de “corrida bancária” ou “fuga para a qualidade”, ou seja, uma situação na qual, em função de uma queda do estado de confiança, os detentores de títulos correm para se desfazer de suas posições antes que todos os demais o façam, o que resulta no colapso nos preços dos títulos.

A presença de um “emprestador de última instância” atua como uma garantia de que os preços dos títulos não entrarão em colapso mesmo no caso de uma “fuga para a qualidade”. Em função dessa garantia nenhum investidor individual tem incentivo para se antecipar ao mercado e o resultado agregado é que os preços dos títulos são mantidos em patamares elevados, apesar da fragilidade das contas públicas. Exceto em momentos de grave crise de confiança, a garantia dada pelo “emprestador de última instância” nunca precisará ser executada, e a política monetária poderá ser mantida relativamente estável.

Nenhum país da zona euro pode imprimir sua própria moeda em função de sua adesão ao Euro, cuja emissão é de responsabilidade do Banco Central Europeu. O BCE, por sua vez, é controlado majoritariamente pela Alemanha e, em menor grau, pela França, países esses que constituem o que podemos chamar de “núcleo duro” da União Monetária Européia. Como não podem imprimir sua própria moeda, a Itália e a Espanha, Grécia, Irlanda estão sujeitos a “equilíbrios com fuga para a qualidade”, em função dos seus fracos fundamentos fiscais. Se a visão dos mercados sobre a solvência da Itália, Espanha, Grécia e Irlanda for favorável, então esses países serão capazes de vender seus títulos soberanos em condições favoráveis.

Contudo, quando o “estado de ânimo” dos mercados muda para “pessimista”, inicia-se a “fuga para a qualidade” e os rendimentos dos títulos soberanos começam a subir. A elevação da taxa de juros de longo-prazo atua no sentido de ampliar a deterioração dos fundamentos fiscais, ameaçando assim o país de insolvência, o que contribui para aumentar o prêmio de risco exigido pelos investidores para a rolagem da dívida pública. Inicia-se assim um ciclo vicioso de deterioração dos fundamentos fiscais (elevação do prêmio de risco e deterioração dos

fundamentos fiscais), que se não for interrompido a tempo, conduz inexoravelmente ao default soberano.

Segundo Oreiro (2012), o Banco Central Europeu precisa garantir, direta ou indiretamente, a liquidez dos títulos soberanos da Itália e da Espanha. Não há nenhuma dificuldade técnica em se fazer isso. A dificuldade é política: trata-se de convencer os alemães de que essa não só é a melhor saída para a crise, como é, na verdade, a única solução possível.

Na questão relativa à existência da necessidade de alguns bancos serem recapitalizados, estes assim o devem ser em razão das perdas que terão com os títulos da dívida soberana da zona do euro e também com a inadimplência geral nas suas carteiras de crédito, uma vez que com o agravamento da crise da dívida soberana da zona do euro, houve uma forte retração na captação de curto prazo em dólar, em especial de "commercial papers" (títulos de dívida de curtíssimo prazo, com vencimento em até 270 dias), promovendo uma dificuldade de captação para financiar as perdas mencionadas acima .

A capitalização insuficiente de algumas instituições, a falha de supervisão e governança interna incerta são alguns dos aspectos que precisam ser melhorados; essa necessidade de recapitalização pode vir cada vez mais a ser necessária, uma vez que ocorrer o agravamento da crise das dívidas nacionais dos diversos países da zona do Euro. Assim, uma série de bancos deverão ser recapitalizados via o EFSF (fundo europeu de estabilização financeira).

O Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF), criado durante uma cúpula especial de Chefes de Estado e de Governo da zona euro em Bruxelas, 09 de maio de 2010, tornou-se operacional em 04 de agosto de 2010, após a ratificação dos seus estatutos por todos os países da área do euro. O objetivo do EFSF é preservar a estabilidade financeira da união monetária da Europa, proporcionando uma assistência financeira temporária aos Estados da área zona do euro, se necessário.

A fim de cumprir a sua missão, o EFSF está autorizado a:

- Emitir obrigações ou outros instrumentos de dívida no mercado para levantar os fundos necessários para conceder empréstimos aos países em dificuldades financeiras;
- Intervir no mercado primário de dívida;

- Intervir nos mercados de dívida secundários;
- Agir a partir de um programa de precaução;
- Financiar operações de recapitalização das instituições financeiras por meio de empréstimos para os governos;

Questões EFSF são apoiadas por garantias dadas pelos 17 Estados-Membros da área do euro num total de até € 780 bilhões, de acordo com sua participação no capital social integralizado do Banco Central Europeu.

Na tabela abaixo, podemos identificar a participação de cada país europeu do bloco, no capital social integralizado do Banco Central Europeu.

	New EFSF Guarantee Commitments (€m)	New EFSF contribution key (%)	EFSF Amended Guarantee Commitments* (€m)	EFSF amended contribution key* (%)
Austria	21,639	2.78	21,639	2.99
Belgium	27,032	3.47	27,032	3.72
Cyprus	1,526	0.20	1,526	0.21
Estonia	1,995	0.26	1,995	0.27
Finland	13,974	1.79	13,974	1.92
France	158,488	20.31	158,488	21.83
Germany	211,046	27.06	211,046	29.07
Greece	21,898	2.81	-	0.00
Ireland	12,378	1.59	-	0.00
Italy	139,268	17.86	139,268	19.18
Luxembourg	1,947	0.25	1,947	0.27
Malta	704	0.09	704	0.10
Netherlands	44,446	5.70	44,446	6.12
Portugal	19,507	2.50	-	0.00
Slovakia	7,728	0.99	7,728	1.06
Slovenia	3,664	0.47	3,664	0.51
Spain	92,544	11.87	92,544	12.75
<b>Total</b>	<b>779,783</b>	<b>100</b>	<b>726,000</b>	<b>100</b>

Fonte : BCE (2011)

De acordo com Van Rompuy (2011), o EFSF pode contrair empréstimos, com a garantia dos Estados-Membros da zona euro, para um país que enfrenta dificuldades de solvência (crise da dívida). É parte da intervenção europeia, que consiste em duas fases: a Comissão Europeia pode tomar emprestado e repassar ao país em dificuldade 60 bilhões de euros, apoiados ao orçamento da UE.

Eventualmente, um segundo passo, os Estados-Membros poderão ter de pedir emprestado diretamente em seu nome ou tomar suas garantias de empréstimos emitidos pelo EFSF, para um total máximo de 440 bilhões de euros. Essas intervenções (500 bilhões de euros) seriam combinadas com o Fundo Monetário Internacional (250 bilhões de euros), totalizando um fundo de 750 bilhões de euros que poderá ser mobilizado. A avaliação da viabilidade ao emitir títulos da dívida do EFSF, a respeito do custo que este teria, dependeria da avaliação que a esses receberiam das principais agências de classificação: em teoria, deveriam receber o mais alto grau "AAA".

A Lei de 07 de junho de 2010, do orçamento complementar para 2010, fixa em máxima garantia de € 111.000 milhões concedidos pela França ao EFSF. A vida deste fundo é limitado a três anos, até 30 de junho de 2013.

Ou seja, o objetivo do EFSF é preservar a estabilidade financeira da união monetária da Europa, fornecendo assistência financeira, aos Estados-Membros da zona euro em dificuldade. Para alcançar seu objetivo o EFSF pode com o apoio do Escritório Alemão de Gestão da Dívida (DMO) emitir obrigações ou outros instrumentos de dívida no mercado para levantar os fundos necessários para fornecer empréstimos a países em dificuldades financeiras.

O compacto fiscal, que foi aprovado em 30 de janeiro de 2012, durante uma cúpula informal da UE em Bruxelas, será assinado na reunião do bloco de alto nível seguinte no início de março de 2012. Foi ratificado por pelo menos 12 nações da zona do euro, sendo que, os países participantes terão, então, um ano para incorporar as novas regras de orçamento apertado para a sua legislação nacional.

Com o objetivo de alcançar a estabilidade, coordenação e governança na União Econômica e Monetária (UEM), o tratado prevê que os orçamentos nacionais devem ser equilibrados ou excedentes e que os déficits dos governos estruturais não deve exceder 0,5% do PIB.

Para países como a Bulgária, cuja dívida pública está bem abaixo de 60% do PIB, marca estabelecida nos critérios de Maastricht, o déficit estrutural pode ser um pouco maior, mas não deve exceder 1% do PIB.

O Tribunal de Justiça da UE irá verificar a conformidade dos países com a obrigação de transpor a "regra do orçamento equilibrado" em seus sistemas jurídicos nacionais e terá o

poder de impor uma pena de até 0,1% do PIB aos infratores. Além disso, o tratado prevê também que os países cuja dívida pública geral superior a 60% do PIB "é reduzi-la a uma taxa média de 1/20 por ano como referência".

Segundo Oreiro (2011), a realidade é que a crise do Euro tem muito mais que ver com a relutância do Banco Central Europeu em atuar como emprestador de última instância – como faz os Bancos Centrais do Reino Unido, Japão e Estados Unidos – do que com a tão propalada “indisciplina fiscal”.



### **CAPÍTULO 3: Cenário atual na zona do euro e principais soluções para a crise**

Após mais de dez anos da criação do Euro, a decisão de unificar o sistema monetário de países tão díspares mostrou ter consequências não previstas e a moeda começou a mostrar sua fragilidade.

Uma união monetária implica, por definição, a fixação irrevogável das taxas de câmbio. O simples fato das moedas terem o seu valor externo definido, levanta este problema: as autoridades dos países que estão interessados nessa união monetária perdem um instrumento de política econômica que é a taxa de câmbio. Ora, a taxa de câmbio é um instrumento que tem sido muitas vezes utilizado pelos países, quando estes têm problemas na balança de pagamentos.

De acordo com Lopes (1994), se um dos países tem uma balança de pagamentos excedentária em relação ao exterior e o outro tem uma balança de pagamentos deficitária também em relação ao exterior, em termos de taxa de câmbio, um dos países teria interesse em valorizar a sua moeda, enquanto o outro teria interesse em desvalorizá-la, mas, como as moedas estão irrevogavelmente ligadas entre si, então é evidente que, seja qual for a solução que se dê, ela não pode agradar aos dois países: ou sobe e desagrada àquele, que está na situação deficitária, ou desce e desagrada ao país que está numa situação superavitária.

O simples fato da união se constituir, faz com que o respectivo interesse, que é divergente entre dois países, não possa ser simultaneamente satisfeito. Este é o grave problema das uniões monetárias. É que quando os países levam a cabo políticas anti-inflacionistas, então as empresas tendem a trabalhar a níveis de produção inferiores. Logo absorvem menos mão de obra, logo existe mais desemprego.

A moeda do país mais inflacionário tende a depreciar-se relativamente à moeda do país menos inflacionário. É a alteração da taxa de câmbios que vai repor o equilíbrio entre os dois países. O desequilíbrio resulta da existência de diferentes taxas de inflação e seria corrigido pelo mecanismo de taxas de câmbio.

Se os dois países constituírem uma união cambial entre si, é óbvio que estando as taxas de câmbio definidas irrevogavelmente, então já não existe este mecanismo para corrigir

diferentes taxas de inflação. A maneira de resolver o problema é a não existência de diferentes taxas de inflação. A taxa de inflação dos países que integram a união tem que ser única. Se a taxa de inflação for diferente, não existe o mecanismo corretor da taxa de câmbio e o país mais inflacionista que integra a união, vê-se numa situação deficitária perante o outro país, isto é, há uma hemorragia dos recursos desse país que fogem para o outro país menos inflacionário. Logo, em uma união monetária a taxa de inflação deveria ser única.

Tendo em vista o mecanismo da curva de Philips, os países com baixa inflação, quando tem a necessidade de reduzir sua taxa de inflação têm um custo em termos de maior desemprego, e este aumento de desemprego é superior à redução no desemprego que se dá nos países que inflacionam. Quer dizer, perde-se mais emprego em alguns e não se ganha o mesmo nível de emprego nos outros. Logo, no seu conjunto a união, para um mesmo nível de preços e para uma mesma taxa de inflação, suporta-se mais desemprego. O aumento de desemprego em alguns países não é compensado pela diminuição de desemprego que se verifica nos outros. Por isso o conjunto da união está numa situação pior do que estaria nos países individualmente considerados.

Os países têm diferentes taxas de inflação, porque têm diferentes taxas de produtividade, isto é, as mesmas variações de salários repercutem-se de uma maneira diferente nos preços, sendo que os países com menor produtividade vêem os preços subir mais do que os países com maior taxa de produtividade.

Então qual é a única maneira possível de tornar viável uma união monetária? Seria fazer com que as diferenças nas produtividades sejam anuladas, através de uma forte política regional que aumente o crescimento da produtividade nas zonas menos favorecidas, de modo a aproximá-las das zonas de mais elevada produtividade.

É necessária uma prévia integração total das economias, ao nível do seu próprio comportamento estrutural, para que elas se possam unificar monetariamente. Sem que isso seja feito é extremamente difícil a qualquer conjunto de países avançar numa união monetária.

Mas isto levanta outro tipo de problemas de carácter político: é que para as zonas menos favorecidas, com menor produtividade, poderem ver alterada a sua situação, teriam que se beneficiar de transferências dos países mais desenvolvidos. Só que isto

implica que os países mais desenvolvidos estejam na disposição política de atrasar o seu próprio desenvolvimento para ajudar os países menos desenvolvidos.

Após a revelação de que a Grécia disfarçava seu endividamento, títulos da dívida de diversos países da zona do euro foram rebaixados pelas agências de risco e a moeda comum caiu em um patamar bem abaixo do observado outrora. A crise e a recessão aumentaram o endividamento, contribuindo para a instabilidade financeira subjacente. Uma das razões principais é a natureza do sistema bancário na Europa. Os bancos europeus misturam negócios tradicionais, como empréstimos a empresas e famílias, com atividades nos mercados de capitais. Existem países, sobretudo Alemanha, França e Inglaterra em que os bancos grandes estão muito expostos à dívida soberana dos países da UE, como Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália.

A desregulamentação e a inovação nos mercados financeiros são culpadas pela instabilidade financeira também. Podemos observar que os GIIPS, grupo de países compostos por Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, são os que enfrentam a situação mais delicada dentro da zona do euro, uma vez que no caso da Grécia, houve uma política que resultou em uma forma mais indisciplinada nos gastos públicos. Nos demais países do grupo GIIPS podemos observar que os mesmos foram impactados com a crise, uma vez que tiveram que prestar auxílio ao seus sistemas financeiros ou por que tiveram suas arrecadações reduzidas pela recessão promovida pela crise. Porém, devemos ressaltar a situação da Espanha que, de acordo com o relatório do Eurostat de Outubro de 2011, em 2007 existia um excedente na economia espanhola de cerca de 20 mil milhões de euros. Tal não se repetiu em 2008, pois, os gastos superaram as receitas tendo existido um déficit orçamentário de cerca de 48 mil milhões de euros, o que representava uma percentagem de 4,5% no PIB.

Em 2009 o déficit continuou a acentuar-se com cerca de 117 mil milhões de euros, que representavam em percentagem no PIB cerca de 11,2%. Já em 2010 o déficit diminuiu para cerca de 98 mil milhões de euros, o que significou cerca de 9,3% no PIB .

No mesmo relatório, pode-se observar os valores da dívida espanhola, que em 2007 atingiam cerca de 36% (em termos do PIB) e em 2008 acentuou-se para cerca de 40%. Em 2009, aumentou para 53,8%. Mais recentemente em 2010 a Espanha tinha uma dívida pública de cerca de 61%, ainda com folga , segundo Maastricht, devendo-se atentar-se de fato para o padrão de comportamento do déficit publico acima dos 3 % em 2011, o mesmo que o da Grécia no período.

Em comparação a outros países que recorreram também a resgates a situação vivida pela Irlanda é a mais parecida com a situação de Espanha. Tal como a economia espanhola, a economia irlandesa teve como principal epicentro uma profunda crise na banca.

Tendo visto a situação particular da Espanha e Irlanda, os demais PIIGS se endividaram excessivamente e, além de possuírem elevada relação dívida/PIB, também possuem elevados déficits orçamentários, acarretando a perda da sustentabilidade das finanças públicas e desconfiança dos investidores.

A combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas dos PIIGS levou a importantes dilemas de política econômica. Para sanar o desequilíbrio fiscal, uma das soluções possíveis, seria uma contração dos gastos do governo com o intuito de impedir que a relação déficit/PIB continue se ampliando ainda mais, podendo levar ao calote nas dívidas com severas consequências para o sistema bancário europeu.

Contudo, tal decisão também implicaria menos dinheiro para fazer a economia girar, justo num momento em que a Zona do Euro precisaria ter uma taxa de crescimento do seu PIB crescente, a fim de aumentar sua arrecadação para diminuir o endividamento. Uma alternativa de solução seria uma política monetária mais frouxa, com fornecimento de liquidez para o mercado. O BCE seria levado a monetizar parte da dívida pública, reduzindo a relação entre juros e PIB.

A monetização permitiria que os bancos europeus tomassem algumas atitudes em relação aos títulos públicos para reduzir o risco de insolvência e, em segundo lugar, tentassem depreciar o euro frente ao dólar, aumentando a competitividade das exportações europeias, viabilizando uma recuperação do nível de atividade por intermédio das exportações. Além disso, a inflação se elevaria, uma vez que a preferência pela liquidez se reduziria, tendo por efeito a transferência da riqueza dos credores para os devedores, aliviando parte do problema do endividamento europeu.

Outra alternativa seria a fratura da zona do euro, mas isso pode levar a uma melhoria a curto prazo para alguns países, sendo que iria enfraquecer o estatuto do euro como moeda global, aumentando a pressão sobre os países que permaneceriam na área do euro, criando uma insegurança jurídica sobre contratos financeiros em euros.

O euro pode sobreviver por um tempo, se não porque a ruptura da zona do euro acionaria uma massiva crise econômica e política para o capitalismo europeu. Uma ruptura poderia começar com a saída de uma das economias mais fracas (com a Grécia e outros PIGS como os primeiros candidatos). Até recentemente, a saída ou expulsão era considerada 'inconcebível' pelos governos da UE e os burocratas da comissão. Contudo, a possibilidade de saída é fornecida pelo tratado de Lisboa, e o BCE recentemente tem estudado as implicações da saída/expulsão.

Diante da forte deterioração fiscal, a Grécia fez um plano de austeridade e, em maio de 2010, fechou o primeiro acordo com o FMI e União Europeia, no valor de € 110 bilhões. Isso, entretanto, não foi suficiente para equilibrar suas finanças. Na verdade, a política de austeridade posta em vigor até deteriorou as finanças gregas, pois fez cair a arrecadação de tributos e não foi suficiente para restabelecer a confiança do setor privado na economia.

Ao longo de 2011, foram feitas várias negociações, que culminaram, em fevereiro de 2012, com um acordo em que a Grécia se comprometeria a cumprir um novo programa de ajustamento. Em troca, receberia empréstimos de € 130 bilhões, e os credores privados aceitariam um desconto de 53% no valor dos títulos, com exceção feita para BCE e FMI, que não teriam esse desconto. Esse acordo permitiria que a relação dívida/PIB grega convergisse dos atuais 160% para 120% em 2020.

Existiam algumas vantagens em participar do programa de ajuste projetado para o caso grego. Em primeiro lugar, institucionalizava-se o default parcial sobre os títulos (a redução de 53% no valor de face da dívida), reduzindo a probabilidade de contestações judiciais. Em segundo lugar, os empréstimos darão ao país um colchão de liquidez, reduzindo a probabilidade de insolvência no curto e médio prazo.

Por outro lado, a situação de continuar na Zona do Euro traz todos os problemas associados à regimes de câmbio fixo em países em situação de desequilíbrio fiscal e de balanço de pagamentos. A Grécia vem apresentando constantes déficits em transações correntes. No início dos anos 2000, esse déficit já era da ordem de 7% do PIB. Com a crise de 2008, o déficit aumentou, superando 14% do PIB em 2009 e, mesmo tendo se reduzido, situou-se acima de 10% do PIB em 2011.

Não há país em crise que consiga financiamento de 10% de seu PIB, principalmente após o calote parcial que impôs ao setor privado. Daí a importância do empréstimo coordenado pela

troika no curto prazo. No médio prazo, entretanto, a Grécia terá de reverter esse déficit em conta corrente, o que necessariamente passa pelo aumento das exportações de bens e serviços, vis a vis as importações.

O aumento da competitividade de um país implica mudança de preços relativos, tornando caros os bens e serviços comercializáveis (ou seja, os bens e serviços que podem ser vendidos para ou comprados do exterior) em relação aos serviços não comercializáveis. Essa mudança de preços relativos reduz a demanda doméstica dos produtos comercializáveis, estimulando as exportações e reduzindo as importações. Quando o país dispõe de autonomia monetária, este pode desvalorizar a moeda e, com isso, conseguir facilmente a mudança de preços relativos (pode haver problemas não desprezíveis nessa transição, que serão discutidos a seguir). Mantendo-se atrelada ao euro, a Grécia não dispõe dessa opção. Na ausência de choques exógenos positivos (por exemplo, recuperação surpreendente da economia europeia, aumentando o fluxo de turistas para o país), há duas formas mais óbvias de se conseguir a mudança de preços relativos.

Segundo Springer (2012), a primeira forma seria instituir reformas que aumentem a produtividade do país (mais rapidamente do que a dos outros países da área do euro). Um aumento de produtividade permite abaixar os custos. A outra forma de alterar os preços relativos seria por meio de uma forte redução da demanda agregada, ou seja, por meio de uma recessão. Isso reduz a demanda por todos os bens e serviços, comercializáveis ou não. Entretanto, como o preço dos comercializáveis é estabelecido no mercado internacional, ele permanece inalterado. Já o preço dos não comercializáveis tende a cair, gerando a mudança de preços relativos necessária para aumentar a competitividade da economia.

Além dos impactos negativos de uma recessão sobre o bem estar da população decorrentes do aumento do desemprego e/ou da queda de renda, há ainda os impactos fiscais, associados à queda da arrecadação tributária. Ou seja, corre-se o risco de a Grécia entrar em um círculo vicioso, em que um programa de ajuste levaria a uma recessão, que deterioraria a situação fiscal, tornando necessário um ajuste ainda maior.

O setor privado poderia voltar a investir se percebesse que as medidas de austeridade e que as reformas econômicas seriam de fato implementadas e se estivesse ciente de que não haveria crise de liquidez (afinal, a Grécia receberá créditos de centenas de bilhões de euros). Os

ganhos de produtividade poderiam ser sentidos já no médio prazo (digamos, em três ou quatro anos) e o país podia entrar em um círculo virtuoso, voltando a crescer.

Apesar do descrito acima, tal programa de ajuste não está fadado ao fracasso. O setor privado poderá voltar a investir se perceber que as medidas de austeridade e que as reformas econômicas serão de fato implementadas e se estiver ciente de que não haverá crise de liquidez (afinal, a Grécia receberá créditos de centenas de bilhões de euros), segundo Springer (2012). Os ganhos de produtividade poderão ser sentidos já no médio prazo (digamos, em três ou quatro anos) e o país pode entrar em um círculo virtuoso, voltando a crescer.

Se, em vez de fazer o programa de ajuste, a Grécia optar por sair do euro, poderá fazer o ajuste de preços relativos com muito mais rapidez, em tese, sem necessidade de recessão bastando, para isso, deixar a sua “nova” moeda se desvalorizar. Mas essa opção não está livre de riscos. O cenário mais provável é de uma forte recessão no curto prazo.

Em primeiro lugar, o abandono do euro sem um programa de apoio obrigaria o país a dar um desconto ainda maior na dívida do que o 53% que está sendo proposto. Afinal, se o governo grego está sem caixa, e se não houver empréstimos de regularização, simplesmente não haverá como pagar os credores. Ademais, a dívida grega continuará a ter o euro como moeda de referência. Com uma moeda nova desvalorizada em relação ao euro, a capacidade de pagamento do país diminui.

O não pagamento da dívida implica o isolamento do governo grego do sistema financeiro (pelo menos no curto prazo), requerendo, a partir daí, que o setor público não incorra mais em déficits. É claro que, caso se recuse a pagar a dívida, as despesas com juros cairiam a zero. Mas há outras despesas governamentais (pessoal, aposentadoria, transferências, etc), e, para não depender de financiamento, a Grécia teria de apresentar resultado primário (isto é, receitas governamentais menos despesas, desconsiderando o pagamento de juros) positivo ou neutro. Também precisamos considerar o fato de que se o país sair da zona do euro, este também recuperara a sua capacidade de emitir sua própria moeda, podendo realizar a desvalorização desta, sempre que necessário. O resultado primário já melhorou muito, mas, ainda assim, foi deficitário em 2,5% do PIB em 2011. Ou seja, mesmo se sair da Zona do Euro, o governo grego terá de promover ajustes para, no mínimo, zerar o déficit primário.

No curto prazo, a política de desvalorização com default provavelmente terá um impacto mais forte sobre o setor privado. Em primeiro lugar, cerca de 40% da dívida do governo grego está

em mãos de investidores domésticos. O não pagamento dessa dívida reduzirá a riqueza do setor privado do país, reduzindo a demanda agregada. Em segundo lugar, as empresas gregas que estiverem endividadas em euros (ou em outra divisa) sofrerão um forte desequilíbrio patrimonial: suas dívidas serão aumentadas na proporção da desvalorização da moeda, enquanto que suas receitas (exceto no caso de empresas exportadoras) serão corrigidas pela inflação doméstica, supostamente, mais branda que a desvalorização cambial (se a inflação for maior que a desvalorização do câmbio, o câmbio real não terá se desvalorizado e os desequilíbrios externos do país permanecerão).

Teme-se ainda que a desvalorização da “nova” moeda, leve a um aumento da inflação, eventualmente a uma hiperinflação. Conforme colocado anteriormente, para que o país se torne mais competitivo, é necessária uma mudança de preços relativos, com encarecimento dos bens e serviços comercializáveis. Em tese, é possível que uma desvalorização nominal da moeda seja suficiente para garantir esse ajuste. Considerando, entretanto, haver rigidez salarial e, talvez, alguns mecanismos de indexação (formais ou informais) ao câmbio ou à inflação, o mais comum é a desvalorização cambial trazer um impacto inflacionário. Se houver descontrole fiscal, a probabilidade de explosão inflacionária aumenta consideravelmente.

O abandono do euro traz ainda dificuldades de implementação, pois não pode ser anunciado com antecedência, uma vez que a circulação dos capitais é livre pela zona monetária. Uma situação dessas poderia configurar uma corrida bancária (todos tentarão sacar o máximo possível de euros), com prováveis riscos sistêmicos. Observe-se que a frágil situação fiscal grega dificulta que o governo se envolva em operações de resgate de bancos.

Em um cenário mais catastrófico, uma crise bancária combinada com hiperinflação pode desestruturar o país, levando, inclusive, a convulsões sociais. Já em um cenário benigno, o setor público faria as reformas necessárias e as exportações gregas rapidamente ganhariam competitividade. Livre de dívidas passadas e com forte (e crível) compromisso de estabilidade financeira, a Grécia voltaria a ter acesso ao crédito e encontraria mais rapidamente (comparativamente à opção do ajuste proposto pela troika) o caminho do crescimento sustentável.

Uma saída do euro por parte da Grécia, não forneceria uma solução fácil para o capitalismo grego. Um retorno à dracma, que inevitavelmente seria mais fraca do que o euro ou outras



grandes moedas europeias, estimularia o turismo na Grécia, mas, entretanto, mesmo se houvesse um barateamento das exportações pela desvalorização, um crescimento significativo das exportações dependeria de uma recuperação europeia mais ampla, já que a maioria das exportações da Grécia vai para outros países europeus. Até agora, o capitalismo grego não é orientado para a exportação: 70% do PIB é produzido por gastos de consumo, altamente dependentes do endividamento. As duas maiores indústrias, construção e transporte marítimo, estão em crise como resultado do colapso da bolha imobiliária e da recessão global.

É amplamente aceito que uma saída por parte da Grécia iria fazer a nova moeda depreciar tão maciçamente, que o serviço da dívida em euros seria impossível. Contudo, a maior parte da dívida da Grécia é a dívida externa e deve, portanto, em última análise, ser atendida por meio de exportações mais elevadas ou compressão de importação.

Segundo Causa Operaria (2012), uma saída seguida de uma desvalorização maciça do dracma novo deve acelerar o crescimento das exportações e provocar uma nova queda nas importações, aumentando assim a capacidade do país para o serviço de sua dívida externa. Após uma década de ajustamento, a Grécia pode ser capaz de pagar suas dívidas.

A Grécia enfrentaria outros problemas também. Antecipando o retorno à dracma, os gregos ricos transfeririam suas poupanças para contas em euro em outros países da zona do euro para evitar a desvalorização. Esse movimento já acontece em certa medida. Além disso, as dívidas da Grécia, primariamente dívidas do governo, mas também muitas hipotecas, e dívidas empresariais e privadas, ainda seriam denominadas em euros, e se tornariam mais custosas para pagar com uma dracma desvalorizada, ou poderia seguir o exemplo argentino, quando o peso argentino desvalorizou drasticamente. A inflação disparou temporariamente, piorando o nível de vida. Mas o “default” e a desvalorização da moeda definiu o cenário para uma reviravolta que, ajudado por um aumento fortuito dos preços das commodities, estimulou uma forte exportação e uma recuperação econômica liderada pelo investimento.

A maior parte da dívida restante do país seria devida aos credores oficiais europeus (principalmente EFSF e pelo BCE). No entanto, após a superação inicial, a taxa de câmbio tende a voltar ao seu equilíbrio de longo prazo e crescimento é provável que retorne lentamente, fechando o hiato do produto. A experiência com casos similares de mercados emergentes sugere que, depois de dez anos o PIB nominal (medida em uma moeda forte) deve retornar pelo menos ao nível anterior a sua, digamos, cerca de € 200 bilhões.

Além disso, as exportações não necessariamente cairiam com uma desvalorização. Pelo contrário, eles tenderiam a crescer mais que o PIB. Isso aumentaria ao longo do tempo a capacidade do país para o serviço da dívida externa. Nesse ponto, o país pode muito bem ser capaz de honrar sua dívida externa, desde que a taxa de juros é baixa o suficiente.

**Tabela 1.** A exposição à Grécia, por país (€ mil milhões)

	<b>Oficiais (ações em EFSF / BCE)</b>	<b>Privado (dados do BIS)</b>	<b>Total</b>	<b>% Do PIB</b>
<b>França</b>	66,5	34,7	101	5,1
<b>Alemanha</b>	88,6	10,5	99	3,9
<b>Itália</b>	58,4	1,7	60	3,8
<b>Espanha</b>	38,9	0,7	40	3,7
<b>Holanda</b>	18,7	2,7	21	3,6
<b>Bélgica</b>	11,3	0,6	17	3,2
<b>Portugal</b>	5,3	6,3	12	6,8
<b>Áustria</b>	9	1,8	11	3,6
<b>Finlândia</b>	5,8	0,02	6	3,1
<b>Irlanda</b>	3,4	0,15	4	2,1
<b>TOTAL</b>	306	5942	365	

*Fonte:* Cálculos próprios com base em dados do BIS, BCE e EFSF

No caso da Grécia continuar na zona do euro, essa teria que continuar a pagar os credores, e cada perda resultante de insolvência, seria um golpe para a exposição do setor bancário. Isso levaria à necessidade quase constante para recapitalizar os bancos de um lado e os benefícios para empréstimos gregos, a partir do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF), por outro. Mas os empréstimos seriam apenas para pagar novos empréstimos. Com o não crescimento, visto a austeridade fiscal e afins, cria-se um ciclo vicioso, com os salários em queda e o desemprego aumentando.

Segundo Amaral (2010), uma outra alternativa, seria a saída da economia alemã, considerado como a mais forte do bloco, sendo que o governo alemão, face a uma reação popular alemã contra o resgate de economias ‘esbanjadoras’ mais fracas, poderia deixar a zona do euro. Berlim poderia se voltar para seu marco forte, e o euro desvalorizado forneceria aos países remanescentes a válvula de escape de que precisam. Além disso, a Alemanha poderia ser acompanhada por outros, como os Países Baixos e Bélgica, em uma nova zona do marco.

Uma abordagem mais coerente a fim de criar uma resolução para crise grega seria através de um corte de 50% ou maior, da sua dívida soberana (redução de seu valor declarado). Assim, o Banco Central Europeu deveria continuar a apoiar o crescimento econômico e a confiança dos investidores através de financiamento para os bancos e colocar uma tampa sobre taxas dos títulos soberanos dos países-chave. O sistema bancário privado deve ser reformado também, com bancos de investimento separados de bancos comerciais tradicionais.

Segundo Garnier (2012), os bancos e fundos de pensões na Europa podem escolher entre os diversos títulos soberanos para operar, levando a uma realocação do capital em tempos de estresse, que pode colocar uma intensa pressão sobre os custos dos empréstimos.

Assim, a Europa necessita implementar mecanismos que lhe permitam evitar uma crise de liquidez. Ou seja, esses mecanismos permanentes devem ser regidos por rigorosas regras fiscais e um prestador de último recurso, que vai ajudar a manter a Europa sob controle. Isso não significa a perda de soberania dos membros economicamente mais fortes do bloco (Alemanha), sendo que uma instituição que não é o BCE, teria o poder de agir como um prestador de última instância, a fim de cumprir compromissos anteriores de um país. Os soberanos que recebem ajuda devem dar algo em troca, como a reforma ou a austeridade.

A presença de um “prestador de última instância” atua como uma garantia de que os preços dos títulos não entrarão em colapso mesmo no caso de uma “fuga para a qualidade”. Em função dessa garantia nenhum investidor individual tem incentivo para se antecipar ao mercado e o resultado agregado é que os preços dos títulos são mantidos em patamares elevados, apesar da fragilidade das contas públicas. Exceto em momentos de grave crise de confiança, a garantia dada pelo “prestador de última instância” nunca precisará ser executada, e a política monetária poderá ser mantida relativamente estável.

De acordo com o economista belga Paul de Grauwe (2011), o problema fundamental no mercado de títulos do governo na zona do Euro é a falta de um prestador de última instância. Assim, o EFSF poderia ser registrado como um banco com acesso ilimitado a fundos do BCE e, assim, cumprir o papel de prestador de última instância, com suas intervenções pontuais nos mercados de títulos públicos dos devedores problema.

O problema do prestador de última instância na zona do Euro, remonta a discussão sobre reintrodução da moeda nacional, uma vez que um país com sua própria moeda, que toma emprestado em sua própria moeda, tem sempre um banco central que pode fornecer liquidez ilimitada. A existência pura de um banco central como prestador de última instância dos bancos impede uma corrida aos bancos - e, portanto, um resgate não vai ser necessário.

O objetivo do EFSF é preservar estabilidade financeira da união monetária da Europa, fornecendo financeira temporária assistência aos Estados-Membros da zona euro em dificuldade. Para alcançar seu objetivo o EFSF pode, com o apoio do Escritório Alemão de Gestão da Dívida (DMO), emitir obrigações ou outros instrumentos de dívida no mercado para levantar os fundos necessários para fornecer empréstimos a países em dificuldades financeiras.

Na união europeia, o BCE não atua nesse sentido, apesar de algumas atuações pontuais. A falta de um prestador de última instância exigia que os países mais sólidos da zona do euro, ou seja, Alemanha e França, em teoria, tomassem a incumbência de serem portos seguros, garantindo o resgate dos países europeus afetados com a crise. Infelizmente, tal fato não se realizou, pois a crise aconteceu mesmo com tal prerrogativa.

Na questão relativa à necessidade de alguns bancos serem recapitalizados, estes assim devem se-lo em razão das perdas que terão com os títulos da dívida soberana da zona do euro e também com a inadimplência geral nas suas carteiras de crédito. Este fato pode ser notado no teste de estresse e teste de precisão realizado pelo FMI. Alguns bancos não compartilham a avaliação do Fundo Monetário Internacional (FMI) quanto aos requisitos de capital do sistema bancário europeu. A capitalização insuficiente de algumas instituições, a falha de supervisão e governança interna incerta são alguns dos aspectos que precisam ser melhorados; essa necessidade de recapitalização pode vir cada vez mais a ser necessária, uma vez que ocorrer o agravamento da crise das dívidas nacionais dos diversos países da zona do Euro. Assim, uma

serie de bancos deverão ser recapitalizados via o EFSF (fundo europeu de estabilização financeira).

Em 2010 e 2011, a desconfiança da sustentabilidade das contas públicas de alguns países europeus tem favorecido uma extensão notável dos spreads da dívida pública europeia e dificuldades generalizadas dos bancos financiadores nos mercados. O risco soberano terminou afetando os bancos.

A principal fonte de desconfiança sobre o sistema bancário europeu são as dúvidas em relação à qualidade dos seus ativos, que estão ligados especificamente ao caso das exposições para dívida soberana de alguns países europeus.

As dúvidas estão sobre a solução que instituições europeias vão dar ao problema da dívida dos países, sendo que a confiança não pode restaurada até atingir este solução. Paradoxalmente, a crise financeira tem sido uma fuga "para qualidade" por parte dos bancos europeus, com uma crescente demanda por títulos da dívida pública, sendo que agora, esses títulos podem ser emitidos por alguns países da zona euro. Assim, a necessidade de uma recapitalização do sistema bancário se torna mais latente, sendo que, com esta recapitalização, as autoridades europeias sinalizariam um reforço no nível de liquidez que permitiria a solvência do mercado.

Em princípio, os bancos devem apoiar o fortalecimento dos recursos próprios das instituições, especialmente devido à situação de incerteza financeira atual. Basiléia III tem reconhecido esta necessidade, exigindo, maior liquidez, mais capital, que este seja de melhor qualidade, além de uma menor alavancagem.

Outra maneira de alcançar os requisitos de capital necessário poderia ser via redução dos ativos ponderados pelo risco de crédito bancário em particular. Sem nenhum dinamismo de crédito, reduzir-se-ia a probabilidade de uma recuperação forte e sustentável, e sem esse, diminuir-se-ia a qualidade da carteira de crédito corrente e, em geral, de todos os ativos detidos em seus balanços.

Neste contexto, coloca-se o debate atual sobre a emissão de Eurobonds a fim de acabar com a crise da dívida soberana na zona do euro. Ao reduzir o risco de insolvência em alguns países, poderia se aumentar a confiança das suas economias e assim restaurar de confiança no sistema bancário europeu. Desde o início, o objetivo de tais instrumentos era o de baratear de forma

substancial o financiamento para os bancos dos chamados países periféricos (Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália).

Paralelo a qualquer plano de recapitalização dos bancos europeus, o BCE deve continuar a fornecer liquidez a entidades em quantidades e instrumentos extraordinários.

Por fim, cabe acrescentar uma última alternativa de solução da crise, que segundo Rodrigues (2012), viria necessariamente pelo retorno ao crescimento. Enquanto isso não acontecer os mercados continuarão duvidando da capacidade dos governos soberanos desses países em honrar seus compromissos. Fica claro que uma maior austeridade fiscal, acontecendo concomitantemente junto a um processo de desalavancagem maciço do setor privado, em nada contribui para restaurar o crescimento, sendo, na verdade, contraproducente e maléfico para essas economias em recuperação.

Por outro lado, a maior parte dos países da área do Euro, com exceção da Alemanha, não tem espaço para a realização de políticas fiscais anticíclicas. Dessa forma, o retorno ao crescimento exige um aumento robusto da demanda externa. Isso só pode ser conseguido por intermédio de uma desvalorização da taxa real de câmbio. Mantido o compromisso com a continuidade da moeda única, uma desvalorização da taxa real de câmbio só pode ser obtida através de uma redução coordenada de preços e salários nominais no âmbito da área do Euro.

Um dos possíveis caminhos para a solução da crise na Europa é a realização de uma grande política de rendas, onde os governos nacionais consigam negociar com trabalhadores e empresas um plano de contingência no qual haja a redução de preços e salários nominais.

A situação atual do panorama da crise, engloba a criação do mecanismo Europeu de Estabilidade, o MEE, que vem a substituir o atual Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF), que tinha caráter provisório, o MEE, que expira em 2013.

A entrada em vigor do MEE chegou a estar prevista para Julho de 2012, mas foi necessário aguardar a decisão favorável do Tribunal Constitucional alemão, onde deram entrada vários requerimentos de personalidades e grupos eurocéticos contra a participação de Berlim nas ajudas europeias.

O tribunal rejeitou as diversas providências cautelares, impondo, no entanto, que o Parlamento alemão seja chamado a aprovar eventuais alterações ao MEE, e que a contribuição

alemã em capital efetivo e garantias bancárias não ultrapasse os 190 mil milhões de euros previstos, cerca de 27% do total.

Este mecanismo tem uma capacidade de angariação de 700 bilhões de euros, sendo que o MEE é um mecanismo de caráter permanente, que substitui o EFSF. Este mecanismo pode ser acionado a favor de um Estado do euro que esteja a "atravessar ou esteja ameaçado de problemas de financiamento severos" e se esta intervenção se revelar "indispensável para salvaguardar a estabilidade da Zona Euro como um todo".

O epicentro da crise capitalista na Europa transferiu-se da Grécia para a Espanha. O recente anúncio do plano de resgate de € 100 bilhões pela UE (União Europeia) para evitar a bancarrota do sistema bancário espanhol, que está fortemente contaminado por títulos imobiliários podres, não evitou a escalada da deterioração da economia e da especulação.

As taxas de juros dos títulos públicos com vencimentos a 10 anos atingiram o patamar mais alto dos últimos 15 anos. As fugas de capitais superaram os € 130 bilhões apenas neste ano. Os empréstimos interbancários estão paralisados. A inadimplência disparou – somente no mês de abril, aumentou em mais de 8%. Os preços dos imóveis continuam caindo, o que está provocando o esgotamento da especulação imobiliária que é um dos pilares dos lucros da especulação financeira no País, e dos orçamentos do governo central e dos governos das comunidades. De todos os setores da economia, o único que não está em queda livre ou em recessão, por enquanto, é o turismo.

## Conclusão

Por fim analisaremos a situação atual, tendo como protagonistas, o conservadorismo alemão liderado pela chanceler Angela Merkel, de outro lado o presidente social democrata da França, François Hollande e países como a Grécia, que sofrem com as exigências impostas para receber os planos de resgate, com cunho extremamente conservadores e draconianos.

O Bundesbank e o BCE têm sido obrigados a reciclar os recursos dos países periféricos, por meio de novos empréstimos públicos para os governos desses países, com o objetivo de manter o sistema especulativo funcionando e realizar os lucros dos capitais em cima de altas taxas de juros. A exposição da Alemanha à bancarrota dos países mais endividados da zona do euro aumenta sem parar e atinge níveis colossais. Na base da política do governo alemão liderado pela chanceler Angela Merkel estão os programas de austeridade que mais favorecem especuladores, do que propriamente a população. Mas essa política encontra-se em acelerado processo de esgotamento, uma vez que ameaça a própria estabilidade do governo alemão que está enfrentando o avanço do movimento grevista e popular no País.

A vitória da socialdemocracia na França representa um ponto de inflexão em relação à necessidade de mudança da política baseada nos planos de austeridade impostos pelo governo alemão. O recém-eleito presidente da França, François Hollande, aparece como o grande impulsionador da necessidade de uma nova política para a Europa. O grande entrave para implementar essa mudança é a dependência visceral do governo alemão, uma vez que qualquer nova política econômica passa pelo BCE (Banco Central Europeu) que é controlado pelo governo alemão.

Várias iniciativas levantadas pelo governo Hollande, assim como pelos governos dos países mais endividados da Europa, têm sido reprovadas pelo governo alemão sob a alegação de que aumentariam a exposição ao risco do endividamento público. Algumas dessas iniciativas, que iriam na direção de construir um mecanismo que permita a retomada do crescimento da Europa, como o uso de um Banco Central de Investimento, que propiciaria recursos para investir em projetos de longo prazo, juntamente com o aumento dos gastos públicos, investimento e prolongamento dos prazos para pagamento das dívidas. O problema é que a



Alemanha não quer perder o seu poderio como exportador e ainda pretende proteger seus bancos nacionais.

Nisto, tanto da UDC (União Democrata Cristã), de Angela Merkel, quanto o SPD (Partido Socialdemocrata Alemã) têm coincidência e não querem assumir o desgaste de um processo de aprovação derrotado no parlamento às vésperas das eleições gerais que acontecerão em 2013. Desta maneira, têm sido descartadas as propostas da emissão de eurobônus, das compras de títulos públicos dos países mais endividados em larga escala pelo BCE e dos empréstimos diretos do BCE aos bancos locais.

A condição dos dois principais partidos políticos burgueses para viabilizar esse tipo de operações é a aprovação da chamada reforma financeira da zona do euro. Apesar de serem quatro os componentes principais dessa reforma, o ponto de partida é o aumento do controle dos bancos centrais nacionais pelo BCE, até a substituição, e o aumento do controle político da região por meio do aumento do poder do Parlamento Europeu, da Comissão Europeia e de outros organismos.

Em outras palavras, o governo alemão coloca como condição para a monetização em larga escala das dívidas nacionais uma maior presença de atuação na zona do euro, e, a partir daí, na Europa continental toda, que representa mais de 70% das suas atividades econômicas, com o objetivo de garantir o controle da especulação financeira na região e aumentar as chances de sucesso pelo controle dos mercados especulativos na concorrência com as demais principais potências imperialistas.

As medidas que têm sido alinhadas sob o aumento da pressão das vitórias do SPD nas eleições locais nos Lands são paliativas e têm um poder de contenção extremamente limitado – impostos sobre as transações financeiras de 0,01%, aumento dos investimentos do BEI (Banco Europeu de Infraestrutura), manutenção e aumento das operações Target2 (empréstimos do Bundesbank para os bancos centrais sem liquidez) e ELA (operações de resgate).

A inevitável implementação de uma nova política na Europa tem como principal limitador a manutenção dos lucros dos especuladores financeiros e da hegemonia do governo alemão. Por esse motivo, fica impossível acabar com os planos de austeridade, como tem ficado claro inclusive na Grécia e até nos demais países da região – o próprio Hollande em nenhum

momento questiona a necessidade do governo francês de respeitar as metas de endividamento público e superávit fiscal impostos pela UE.

O agravamento da crise da dívida soberana no primeiro semestre de 2012, com o aumento das preocupações do mercado sobre a viabilidade de longo prazo da zona do euro, e as respostas negativas entre as pressões de financiamento dos bancos e a atividade econômica são as principais razões para o decepcionante desempenho do crescimento em 2012. Assim, a demanda doméstica não dará contribuição ao crescimento até 2013, ao passo que as famílias diminuirão os gastos em meio ao alto desemprego e aos impostos mais altos como parte dos esforços de consolidação fiscal dos governos. Os cortes de gastos dos governos, feitos para retomar a confiança do mercado, trará o déficit orçamentário total da área para 3,3% do Produto Interno Bruto (PIB) este ano, ante 4,1% em 2011.

Sob a ótica conservadora, a Europa estaria passando por um processo de reequilíbrio macroeconômico difícil, que levará algum tempo até surtir efeito, e que a mesma tem que continuar a combinar políticas fiscais fortes com reformas estruturais para criar as condições de crescimento sustentável para diminuir o desemprego dos atuais níveis inaceitáveis.

Contudo, a expectativa de recuperação destoa em parte com a realidade observada, uma vez que o crescimento pífio de alguns países da zona do euro, junto com situações de elevado déficit orçamentário por parte de outros países como Espanha e Itália, configuram uma ótica de instabilidade e incerteza, que envolve o sistema monetário e financeiro europeu.

A especulação financeira em cima dos títulos da dívida pública tem disparado conforme tem se esgotado nos últimos meses, a especulação no mercado imobiliário e nos mercados futuros de *commodities*. O emaranhado de derivativos financeiros montados em cima desses títulos tem criado um sistema artificial de geração de lucros extremamente sensível às quebras de pagamentos e às quedas das taxas de juros. Mais de 70% dos derivativos, que superam em torno de 15% o PIB mundial, estão vinculados a apostas e contrapostas em cima das taxas de juros.

Assim, as alternativas são extremamente limitadas e, basicamente, se concentram na monetização das dívidas públicas – a emissão de papel moeda e a compra de títulos podres pelos organismos governamentais em larga escala.

Além das movimentações do governo alemão com o objetivo de aumentar o seu domínio da zona do euro e da Europa, há várias movimentações para suportar essa política. Há uma campanha em andamento, da qual participam inclusive autoridades do Bundesbank e do BCE, que visa aumentar a inflação em dois pontos percentuais, de, aproximadamente, 2% para 4%.

De acordo com a visão conservacionista alemã, os planos de austeridade não poderão ser descartados enquanto não for viabilizada a monetização das dívidas nacionais, pois haveria fortes impactos relacionados com a queda dos lucros dos especuladores financeiros, como ficou evidente no “perdão” de parte da dívida pública grega – vários bancos franceses sofreram perdas bilionárias, o governo de Chipre foi à bancarrota, após o colapso do Banco Popular, e os bancos alemães sofreram fortes perdas.

O direcionamento de recursos para os especuladores tem como origem a priorização dos gastos públicos, como está sendo feito na Europa, em cima de fortes custos dos gastos sociais, ou mediante a monetização da dívida em larga escala como é visto nos EUA e no Japão. Nestes casos, os planos de austeridade têm sido aplicados com muito menor rigor que na Europa, mas, em contrapartida, o nível de endividamento dos governos, das empresas e dos consumidores atingem níveis colossais, que deverão aumentar de maneira exponencial nas próximas décadas devido às inúmeras despesas não provisionadas e ao estancamento econômico.

Assim, temos como tendência a seguinte configuração atualmente: de um lado a Alemanha, com sua política conservadora, tentando não perder sua influencia e o seu poderio como exportador e ainda pretendendo proteger seus bancos nacionais, vendo um acelerado processo de esgotamento da sua própria política. Isso acontece, uma vez que este esgotamento ameaça a própria estabilidade do governo alemão que está enfrentando o avanço do movimento grevista e popular no País. Do outro lado os países mais vulneráveis a crise, como os GIIPS que sofrem com as austeras exigências que os planos de resgate fazem, sendo imposto às populações desses países duros ajustes, como cortes nos gastos orçamentários e aumentos de impostos, os quais geram uma queda no padrão de consumo dessas populações, que por sua vez saem as ruas, protestando contra as medidas adotadas, criando assim embates e causando discussões entre as diversas correntes de pensamento que propõem soluções para a crise.

### **Referências bibliográficas:**

ALPHANDERY, Edmond et al. (orgs). Life in the Eurozone with or without sovereign default? Published by Wharton Financial Institutions Center, first published 2011.

AMARAL, João Ferreira. Euro, um futuro incerto. Instituto Português de Relações Internacionais (IPRI), Universidade Nova de Lisboa, 2010.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. Dívida grega: calote ou reestruturação? In: *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 2 (122), pp. 325-326 abril-junho/2011.

CAUSA OPERARIA. Para onde vai a Europa? Junho, 2012.

COMISSÃO EUROPÉIA. A adoção do Euro. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/index\\_pt.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/index_pt.htm). Última atualização: 25/07/2012.

DE GRAWE, Paul. The ECB as a lender of last resort. Social Europe Journal page. Vox EU.org, 18 August. Disponível em: <http://www.social-europe.eu/2011/11/why-the-ecb-refuses-to-be-a-lender-of-last-resort/>

FARHI, Maryse. Os dilemas da política econômica na “pós-crise”. IPEA, 2011.

FELDSTEIN, Martin S. The Euro and European economic conditions. National Bureau of Economic Research. November 2011. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17617>.

LENOIR, Noëlle. Europe face à la crise financière- L'exemple des aides d'État aux institutions financières. Noëlle Lenoir blogue. Fevereiro de 2009. Disponível em: <http://www.ceuropeens.org/La-reponse-de-l-Europe-face-a-la-crise-financiere.html>.

LLEWELLYN, PRESTON. Chapter I - From Marshall Plan to monetary union. Europe will work. Março 2011.

LOPES, Almeida. A união econômica e monetária da união europeia. Revista Nação e Defesa. Portugal, 1994.

OREIRO, José Luís. A crise na Europa e os dilemas da Espanha. In: *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 2 (122), pp. 326-328 abril-junho/2011.

\_\_\_\_\_. Pacto de Estabilidade e Crescimento. In *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* nº C 236/1 de 2.8.97, item 4.1. Junho de 2007. Disponível em: <http://www.min-financas.pt/euroelei/euroelei4.pdf>.

PARLAMENTO EUROPEU. Fichas técnicas. Política orçamental e tributação .Outubro de 2000. Disponível em: <http://www.min-financas.pt/euroelei/euroelei4.pdf>.

PRATES, Daniela Magalhães. O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes. In: *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 2 (122), pp. 328-330. Abril-Junho/2011. SPRINGER, Paulo. A Grécia deve abandonar o euro? Publicado em 12/03/2012.

SPIEGEL, Staff. The Ticking Euro Bomb: How the Euro Zone Ignored Its Own Rules, Act II: Life With the Euro (2001 to 2008). Junho de 2011. Disponível em : <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,790333-2,00.html>.

VAN ROMPUY, Herman. Zone euro : les pistes pour sortir de la crise. Fevereiro de 2011. Disponível em: <http://www.euractiv.fr/zone-euro-pistes-sortir-crise-article>.