

## **ZONA DO EURO E A CRISE DE 2008: UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E RECUPERAÇÃO ECONÔMICA EM PAÍSES SELECIONADOS.**

Felipe Bernardes Bonatto (IC) e Pedro Raffy Vartanian (Orientador)

**Apoio: PIBIC Santander**

### **RESUMO**

Este estudo analisa indicadores macroeconômicos do grupo de países Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, a fim de compreender a relação destes com a Zona do Euro. A análise é utilizada como referência indicadores macroeconômicos destes países individualmente, em conjunto, e também da Zona do Euro, e tem por objetivo principal avaliar se a participação destes países em uma União Monetária representou um elemento significativamente limitante à recuperação econômica destes países no cenário pós Crise dos *subprime*. Os dados levantados referem-se ao período de 2008 a 2013, e foram analisados através do uso de ferramentas estatísticas e de exposição gráfica. Considerando que a Zona do Euro não é uma Área Monetária Ótima, conclui-se que, a participação na Zona do Euro prejudicou a recuperação econômica dos países selecionados, dada perda de autonomia para realização da política monetária e incapacidade da Zona do Euro promover uma recuperação econômica de forma eficiente sem a intervenção das instituições centrais.

**Palavras-chave:** *Crise dos subprime, Zona do Euro, Teoria das Áreas Monetárias Ótimas*

### **ABSTRACT**

This study assesses macroeconomics indicators from Portugal, Italy, Ireland, Greece and Spain, aiming to understand the relation between these countries and the Eurozone. The analysis uses as reference macroeconomic indicators from these countries individually, as a group, and also of the Euro Zone. The analysis is made to verify whether the participation of these countries in a Monetary Union represented a significant element of limitation in the economy recovery of these countries in the scenario after *Subprime Crisis*. The data gathered refers from 2008 to 2013, was analyzed quantitatively, and exposed graphically. Considering that the Eurozone isn't a Monetary Optimum Area, the conclusion is that these countries' participation in the Eurozone undermined the recovery of their economies, since these countries lost autonomy for undertake monetary policy, and also the Eurozone wasn't capable of providing the resources for a efficient recovery without central institutions interventions.

**Key Words:** Subprime crisis; Eurozone; Theory of Optimal Currency Area (OCA)

## 1. Introdução

Tendo em vista que a crise de 2008 trouxe aos países da Zona do Euro uma instabilidade que chegou a colocar em risco a existência desta Área Monetária, e que expôs fragilidades latentes como a Crise Bancária Italiana, a Crise Econômica Grega, bem como os altos níveis de desemprego na Espanha e de endividamento em Portugal, faz-se necessário entender porque os países conhecidos selecionados nestes estudo, ou Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, encontraram significativas dificuldades em se recuperar. Uma das possíveis explicações se relaciona à impossibilidade legal destes países executarem políticas monetárias, como desvalorização da moeda, em função da participação da Zona do Euro e do monopólio da emissão de moeda pertencer ao órgão central Banco Central Europeu, que como explica Mendonça (2001), tem a particularidade de ser um banco supranacional e independente.

Como referencial teórico, partiremos do entendimento de Stiglitz (2017) e Zimmerman (2009) que a Zona do Euro, nos ideais indicados por Mundell (1961) não representa uma Área Monetária Ótima. Em relação aos princípios macroeconômicos vigentes em uma economia globalizada observada neste período da crise, consideremos como referência o entendimento de Krugman e Obstfeld (2010) de que o câmbio flutuante, atuando como estabilizador econômico, representa um importante recurso a ser utilizado para recuperação em um eventual período de crise. Outro elemento importante segundo Krugman e Obstfeld (2010), é a possibilidade de realizar política monetária.

O estudo analisará a relação entre os países selecionados e o bloco da Zona do Euro, e irá comparar os dados disponíveis à fim de avaliar o êxito da integração econômica sob diferentes prismas, incluindo-se a recuperação econômica em um cenário de crise e recessão. Para isso, serão expostos dados pós Crise dos *Subprime* e a evolução dos anos será avaliada qualitativamente à fim de identificarmos se na deterioração dos indicadores há algum indício de que a participação na Zona do Euro, de alguma forma, implicou em algum elemento positivo na recuperação econômica dos países selecionados. Os dados dos anos pós-crise destes países serão comparados com os da Zona do Euro como um todo, e com base na literatura econômica e referencial teórico utilizados, procede-se à identificação de prováveis e relevantes determinantes desta crise econômica nos países selecionados.

Assim, além do objetivo principal de avaliar se a participação dos países selecionados na Zona do Euro dificultou a recuperação econômica destes países, avaliaremos também se os êxitos

da integração se sobrepõem ao ônus da perda de autonomia monetária. Também analisaremos se a deterioração das contas públicas destes países nos anos seguintes a Crise do *Subprime* representa um risco para a estabilidade e para o futuro da União Europeia e a Zona do Euro como um todo.

O artigo apresenta no referencial teórico um histórico breve da concepção da União Europeia e da instituição do euro como moeda comum. Há exposição de informações sobre a Teoria da Área Monetária Ótima, que serve de referência para es estudo. Além desta base teoria, há também uma análise do entendimento de autores contemporâneos sobre a situação da Zona do Euro. Após o referêcia teórico há explicação da metodologia e dos dados utilizados, e posteriormente há a seção dos resultados e suas discussões. Nesta parte, há exposição gráfica dos resultados obtidos com o trabalho.

## **2. Referencial Teórico**

A União Europeia teve seu início em 1957, através da assinatura do Tratado de Roma. Este projeto foi iniciado por um grupo de países composto por Alemanha, Bélgica, França, Itália, Luxemburgo e os Países Baixos. A partir do Tratado de Roma (1957), foi criado um mercado comum para circulação de mercadorias, pessoas, serviços e capitais. Os objetivos principais eram a promoção da integração do ambiente econômico de produção e comercialização entre seus membros, bem como iniciar o processo de unificação política da Europa após o período do pós-guerra. Neste relevante acordo, os países aceitaram harmonizar gradualmente suas políticas econômicas, criar um espaço de livre concorrência entre as empresas como também uma União Aduaneira. A implementação da Zona do Euro foi feita de forma gradual, e teve por exemplo O Ato Único Europeu (1986) que pavimentou a instituição do Euro. Esta integração regional é dirigida pela convergência de interesses, e não pela formação de uma identidade, como pontua Schmitter (2010). De acordo com Krugman e Obstfeld (2010, p. 242), os principais fatores motivacionais a criação da Zona do Euro eram “Garantir à Europa papel mais destacado no sistema monetário mundial”, dado que o colapso do sistema de Bretton Woods acabou por minar a credibilidade europeia, e também “Transformar a União Europeia em um mercado verdadeiramente unificado” uma vez que embora o Tratado de Roma de 1957 tivesse iniciado este processo, a barreira monetária e cambial ainda era um elemento que dificultava a comercialização entre estes países.

Segundo Mundell (1961), a criação deste Mercado Comum Europeu era um passo importante na direção de uma união política constituída para criar uma Área Monetária Ótima, haja vista que os países membros, ao aderirem ao Mercado Comum Europeu, necessariamente abrem

mão parcialmente da sua soberania nacional. Isso ocorre porque os países membros devem abdicar da possibilidade de executarem políticas monetárias independentes, já que as decisões estratégicas seriam tomadas em conjunto pelos membros da união, e que em algumas ocasiões, poderia resultar em conflito sobre as melhores políticas à serem adotadas.

Essa teoria entende que um componente essencial para que esta região possa prosperar é possuir um alto fator de mobilidade dos fatores de produção, em que a mobilidade dos fatores de produção irá exercer papel fundamental na estabilização econômica após eventuais crises ou desequilíbrios econômicos. Tal área monetária ótima representa uma idealização do cenário ideal para a existência de união monetária, onde os países membros possuem a mesma moeda e a possibilidade de livre circulação de produtos, serviços e capital, como podemos observar na Zona do Euro, uma União Monetária. Segundo Stiglitz (2017), é amplamente reconhecido que a Europa não constituiu uma Área Monetária Ótima, uma vez que, embora os países cedam sim parte de sua soberania nacional, os fatores de produção não se movem com a liberdade necessária.

Para evitar problemas econômicos como o de tendências recessivas ocasionadas pela existência de moedas diferentes, uma vez que em casos de implementação de políticas restritivas o combate à inflação e ao desemprego não surtirá o mesmo efeitos em duas economias distintas, foi projetada a União Europeia, onde este *trade-off* poderia ser solucionado com a condição de perfeita mobilidade do trabalho, dado que que a partir de um choque externo haveria possibilidade de deslocamento deste fator de produção, fornecendo assim uma solução para o problema inflação/desemprego em função da existência de uma só moeda para estes dois (ou mais) países. É neste contexto que elementos culturais e geográficos, bem como as legislações e regulações divergentes entre os países interferem neste mercado de fatores de produção e do fator trabalho, uma vez que cada país utiliza parâmetros ímpares para regulação da mão de obra, bem como diferentes regras e jornadas de trabalho.

Embora a Zona do Euro forneça liberdade de mobilidade de capital físico e financeiro, os quais podem circular livremente dentro da União Europeia sem incidência de impostos e/ou tarifas, o que acaba por, parcialmente, atender este requisito de perfeita mobilidade dos fatores de produção consoante com Mundell (1961) como elemento indispensável à criação de uma Área Monetária Ótima, as particularidades da região acabam por minar esta livre circulação. De acordo com Stiglitz (2017, p.17), a “Livre mobilidade dos fatores de produção sem um

endividamento comum leva à uma alocação ineficiente e instável destes fatores”, uma vez que os fatores supostamente deveriam se mover para onde há o maior retorno livre de impostos, em que este nível de taxaço está relacionado ao nível de endividamento herdado do Governo. Assim, as economias dos países objeto deste estudo acabam sendo prejudicadas pela existência de um alto nível endividamento, o que, dadas as condições de mercado (mais impostos e menos serviços fornecidos pelo Governo), acaba por impactar de forma direta a quantidade de vagas de trabalho disponíveis. Segundo Zimmerman (2009) é reconhecida e amplamente criticada a alta inflexibilidade no mercado de trabalho da Zona do Euro. Alguns elementos são destacados como barreiras à mobilidade:

1. Baixo nível de reconhecimento de qualificações formais;
2. Ausência de inovação;
3. Envelhecimento da população;
4. Aumento do nível de propriedade de imóvel próprio para residência;
5. Baixo nível de fluência em idiomas estrangeiros;
6. Diferenças culturais significativas.

Assim, considera-se que a Zona do Euro não é uma área monetária ótima. Conforme Stiglitz (2017), dentre outras, destacam-se duas falhas estruturais significativas que tornam as crises mais prováveis, como (i) Livre mobilidade dos fatores de produção sem endividamento comum leva a instável e ineficiente alocação dos fatores de produção, bem como as divergências de características tributárias levam a altos níveis de desigualdade; (ii) Insegurança nos bancos europeus causada pela inviabilidade de Bancos Centrais nacionais eventualmente resgatarem os bancos comerciais locais, dado que há um arcabouço institucional na Zona do Euro, que traz insegurança para o sistema financeiro e monetário não só local, mas global.

É neste contexto que uma maior atenção ao papel da Zona do Euro na crise observada nos países selecionados neste estudo ganha relevância. O Tratado de Maastricht previu que o equilíbrio das economias iria convergir se os déficits e os níveis de endividamentos estivessem dentro do limite previsto no tratado, o que seria condição necessária e essencialmente suficiente para o elemento “Moeda única” funcionar. Entretanto, embora países como Irlanda e Espanha tivessem superávits fiscais antes da crise, isto não foi suficiente para evitar que estes países sofressem duramente com a Crise de 2008, uma vez que se observou um alto nível de desemprego e uma crise econômica que minou de forma significativa o crescimento econômico destes países, expondo assim a assimetria nos indicadores econômicos dos

demais países da Zona do Euro e dos países do grupo aqui selecionado. A situação é acentuada pelos divergentes níveis de desenvolvimento e estabilidade econômica dos países pertencentes a Zona do Euro, o que implica, portanto, na necessidade de implementação de diferentes políticas macroeconômicas em cada país, especialmente em ocasiões de choques econômicos.

Em relação às políticas monetárias, estas estão a cargo do Sistema Europeu de Bancos Centrais. Esse sistema é composto por 15 bancos centrais nacionais (um localizado em cada país membro da Zona do Euro), e um central que é sediado em Frankfurt, na Alemanha. Este sistema é independente e qualquer influência política para adoção de medidas monetárias é enfraquecida em função desta autonomia. Segundo Krugman e Obstfeld (2010) o objetivo do Banco Central Europeu é buscar a estabilidade de preços. Na visão destes autores, esta prioridade foi enfatizada no Tratado de Maastricht, onde tal objetivo foi cuidadosamente resguardado na estruturação da Zona do Euro, de tal forma que o referido tratado dificulta significativamente qualquer tentativa de alteração nas legislações para distorcer esta independência do BCE.

Assim, embora cada país possua seu banco central local vinculado ao BCE, as decisões são centralizadas pelo Banco Central Europeu, haja vista que as prioridades estão relacionadas a manter a estabilidade na Zona do Euro como um todo, e não apenas executar políticas monetárias que tenham por objetivo beneficiar um grupo de países como os selecionados nestes estudo por exemplo, em ocasiões de crises econômicas ou choques adversos.

Neste contexto, de acordo com De Grauwe (2016), a Zona do Euro é regida por uma governança na qual os países detentores de títulos e créditos ditam as regras e políticas macroeconômicas e orçamentárias na região do Euro. Estes países participantes da Zona do Euro impõem suas prioridades, utilizando instrumentos de austeridade. Para De Grauwe (2016), todo o peso do ajuste está recaindo sobre as nações devedoras, e isto leva a um processo assimétrico no qual a maior parte do ajuste está sendo feito pelos países selecionados, já que estes países foram forçados a reduzir seus salários e seus preços relativos aos países credores, em um fenômeno conhecido como *Desvalorização Interna*.

Para exemplificar a conduta adotada pelo Banco Central Europeu, evidencia-se a participação desta instituição no grupo chamado de *TROIKA*, composto também pelo Fundo Monetário

Internacional e pela Comissão Europeia. O BCE adotou um papel importante no endurecimento das negociações de resgate da economia grega ano ápice da crise em 2015. Foram exigidas garantias reais e adoção imediata de medidas austeras no âmbito econômico caso este país quisesse contar com o resgate financeiro necessário para evitar um calote grego e uma insolvência bancária.

Este episódio evidencia a dependência dos países europeus em relação ao Banco Central Europeu em situações de instabilidade econômica. Os países não possuem a autonomia necessária para executar uma política monetária que em caso de insolvência, por exemplo, poderia proteger a economia local de uma eventual situação de corrida aos bancos ou de calote aos credores.

Embora os países membros da Zona do Euro possam emitir títulos, a inviabilidade de um Banco Central local comprar estes títulos de dívida traz insegurança e implica na existência do risco de insolvência mencionado no parágrafo anterior. Esta perda de autonomia traz também a impossibilidade de realizar uma expansão monetária para fomentar e estimular uma economia recessiva.

A implicação disso é que os países não conseguem, por exemplo, desvalorizar suas moedas para atrair mais investimentos e aumentar o nível de exportação à fim de fomentar produtores locais. Esta limitação implícita no Sistema Europeu de Bancos Centrais minimiza a quantidade de ferramentas econômicas disponíveis para os governos locais adotarem e atrela de forma significativa os países a decisão de um órgão central da União Europeia cuja influência dos governos locais é limitada a sua cadeira no conselho.

Assim, de acordo com Krugman e Obstfeld (2010), o Euro atua como uma taxa fixa entre membros, e flutuante na relação entre os membros e os não membros da Zona do Euro. Portanto, a taxa de câmbio flutuante como um elemento de estabilização automática tem um poder limitado, dado que qualquer alteração cambial irá influenciar toda a Zona do Euro, e não apenas um país, ou um grupo de países como os selecionados neste estudo, por exemplo. Desta forma, quando há um choque assimétrico e alguns países sofrem de maneira mais intensa que outros em um período de recessão, o ajuste que precisa ser promovido automaticamente pela taxa de câmbio acaba não existindo, e, portanto, há maior dificuldade

em manter os equilíbrios interno e externo, dada uma alteração nos níveis da demanda agregada que foram afetados por este choque assimétrico.

Segundo Krugman e Obstfeld (2010), existem, entre outros, três argumentos favoráveis à taxa de câmbio flutuante: (i) Autonomia da política monetária, (ii) Simetria em relação às oportunidades de influenciar sua taxa de câmbio em relação a moedas estrangeiras e (iii) possuir o elemento taxa de câmbio como estabilizador automático. Ocorre que, na Crise de 2008, a qual afetou de maneira significativa os países selecionados, uma vez que esses benefícios não foram suficientes para minimizar os efeitos da crise e facilitar a recuperação econômica, nem houve desvalorização cambial significativa para fomentar as exportações, por exemplo; não houve autonomia dos países em relação à adoção de políticas monetárias adequadas a situação de cada país, e muito menos a taxa de câmbio atuou automaticamente como elemento estabilizador.

Assim, a Crise de 2008 evidenciou essas assimetrias de tal forma que os instrumentos de políticas monetárias adotados pelo BCE foram insuficientes para combater a crise. De acordo com Costa (2016) o Banco Central Europeu, atuando no decorrer dos anos com o objetivo principal de manter a inflação em baixos níveis de acordo com os seus princípios estatutários,. O êxito neste objetivo possibilitou que, dada a baixa inflação, Itália, Espanha, Grécia e Portugal reduzissem suas taxas de juros, o que por sua vez implicou em um aumento do grau de endividamento dos agentes privados e públicos. Assim, essa política do BCE pode explicar, ao menos parcialmente, a crise, haja vista que a principal razão para a crise de endividamento é a “acumulação insustentável de dívida por parte do setor privado em vários países europeus”, o que, segundo Lane (2012), indicou a existência de maiores riscos aos detentores de títulos públicos e trouxe maior instabilidade ao sistema.

De acordo com Costa (2016), a situação grega, dentre a dos países selecionados, é a mais preocupante não só pelos maiores desequilíbrios orçamentários e fiscais, mas também pela falta de credibilidade oriunda da adulteração de contas públicas e falta de transparência.

Entretanto, a situação destes países poderia ser reversível caso houvesse uma desvalorização acentuada da moeda nacional a fim de recuperar a competitividade. Entretanto, dada a União Monetária, caso houvesse essa desvalorização cambial, os efeitos imediatos poderiam ser prejudiciais dado que o risco de bancarrota aumentaria e o principal beneficiário seria a Alemanha. Alternativamente, como elemento de eventual fomento a recuperação econômica, a redução local dos preços poderia culminar em instabilidade política



local e acentuar um clima econômico de recessão. Portanto, como entende Costa (2016), as alternativas tradicionais para recuperação econômica, consideraremos que deve-se combinar austeridade fiscal e desvalorização da moeda local, a fim de fomentar a competitividade necessária para melhorar o equilíbrio externo, reduzir a perda de produção e não aumentar o desemprego, o que geralmente ocorre em cenários de austeridade. No que diz respeito a viabilidade destas alternativas, há limitação em função da divergência de interesses entre os países membros da Zona do Euro, já que a depreciação do Euro não seria necessariamente positiva para ambos, bem como o nível de comércio interno em relação a união Europeia é de cerca de 50%.

Conclui-se, portanto, que o ganho de eficiência monetária prometido com a adesão a Zona do Euro foi minado pela heterogeneidade dos países membros, onde países e regiões possuem diferentes objetivos e necessidades. Na crise de 2008 e no contexto dos países selecionados, a limitação dos governos destes países adotarem políticas monetárias prejudicou a recuperação econômica e trouxe uma instabilidade ao sistema como um todo, trazendo insegurança também para as demais nações da Zona do Euro.

Como este papel de executar política monetária fica a cargo do Banco Central Europeu, e por sua vez a sua prioridade é manter a inflação em um nível baixo, isto traz aos formuladores de política econômica um elevado grau de dificuldade em adotar medidas pudessem viabilizar a recuperação dos países selecionados, o que prejudica o relacionamento político entre estes países e os demais membros da Zona do Euro. Na visão de De Grauwe e Ji (2016), essas medidas deveriam ser adotadas através de uma reforma estrutural na Zona do Euro para atender as premissas da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas de Mundell (1961).

### **3. Metodologia**

Os dados, essencialmente levantados junto ao portal Eurostat são indicadores do (i) nível de desemprego, a fim de avaliar a evolução e os impactos reais no nível de desemprego, (ii) inflação, que foi utilizada para indicar o comportamento inflacionário a fim de avaliar se o critério da convergência no nível de preços de fato ocorre, considerando o requisito estabelecido pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, (iii) crescimento do PIB, para avaliar o nível de atividade econômica e os diferentes indicadores de cada um dos países selecionados, o critério de (iv) gastos do governo, para entender de que forma os governos locais se comportaram para tentar recuperar a atividade econômica, dada a limitação na execução de política monetária, o (v) nível de endividamento, para entender de que forma a alteração no nível de gastos impacto nas contas públicas de cada país, o (vi) nível de comércio

com a União Europeia para entender se de fato em um período de crise a integração monetária fomentou a recuperação econômica dos países selecionados e o (vii) nível de preços comparativos, a fim de entender se houve também alguma convergência neste indicador, considerando o contexto de mobilidade do trabalho e recuperação econômica, como também previsto na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas.

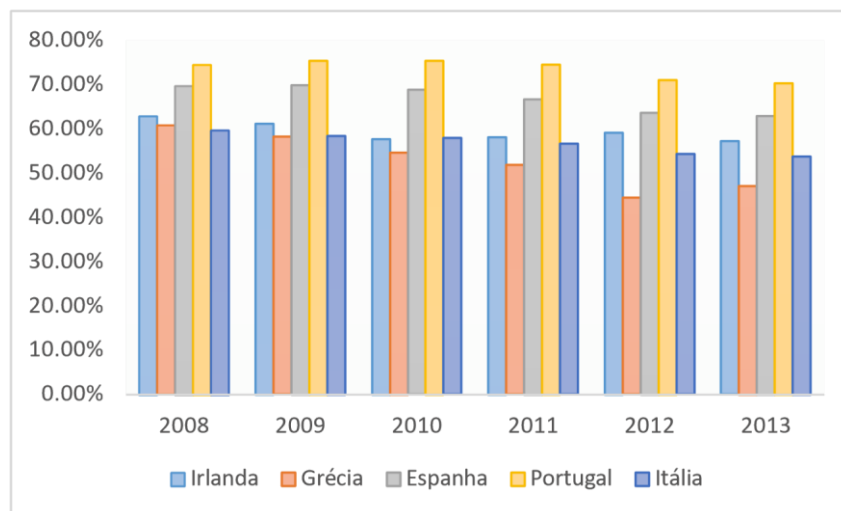
Os dados foram avaliados qualitativamente e comparativamente em relação ao grupo composto pelos 19 (dezenove) países da Zona do Euro. A metodologia de comparação é feita com o uso de elementos estatísticos, e as premissas são as relacionadas no referencial teórico do presente trabalho. O portal Eurostat foi selecionado por ser o órgão oficial de estatística da União Europeia, e conter, portanto, as estatísticas oficiais, utilizando o mesmo critério para levantamento de dados em diferentes países. Por sua vez, a metodologia de apresentação gráfica foi utilizada para visualizar claramente e comparar assim os diferentes países sob um mesmo prisma, onde é possível avaliar a evolução dos indicadores no decorrer do período selecionado. Através da visualização gráfica, se pode observar as tendências locais em cada país, bem como a média de todos os países da Zona do Euro, fornecendo assim um prisma de avaliação adequado para entender os impactos regionais e locais nos indicadores selecionados. Os elementos estatísticos são utilizados para auferir conclusões abrangentes, e viabilizar uma comparação individual através da observação deste dado em relação aos dados apresentados em cada um dos gráficos.

O levantamento destes dados tiveram por objetivo entender a dinâmica das estatísticas econômicas dos países da Zona do Euro e suas respectivas alterações nos anos seguintes à Crise dos *Subprime*, para que fosse possível entender claramente o as consequências econômicas desta crise. A seleção destes dados em conjunto foi realizada pelo entendimento de que estes, quando analisados de forma individual e em grupo, seguindo os mesmo parâmetros e o mesmo período, fornecem uma avaliação holística do contexto, uma vez que estes indicadores de preço, comércio e dados macroeconômicos estão dentro dos dados levantados. Através da avaliação dos dados disponíveis, é possível compreender o impacto de uma forma abrangente e assertiva, minimizando o risco de que oscilações pontuais em determinado dado de algum país possa distorcer a análise ou nos induzir a conclusões imprecisas. O período referência do levantamento dos dados é de 2008 a 2013.

#### 4. Resultados e discussão

Do ponto de vista da autonomia para realizar política monetária, sabemos que há uma limitação em função do papel de emissor de moeda ser do órgão Banco Central Europeu. Entretanto, para avaliarmos o êxito da integração econômica europeia no contexto deste trabalho e variação nos indicadores com o aprofundamento da crise, podemos analisar o nível de exportação dos países selecionados para a União Europeia. É possível observar que o comércio no âmbito da União Europeia representa um relevante papel no comercio internacional de bens dos países selecionados, onde, em 2013, a média do nível de exportações era de 58,26%, com um desvio padrão entre os países de 6,67%. Já no decorrer da crise, é possível observar que houve uma queda no nível de comércio, já que em 2008 a média era de 65,52%, com um desvio padrão de 5,26%. Assim, de 2008 a 2013 houve uma queda de 7,2% no nível de exportação local de bens.

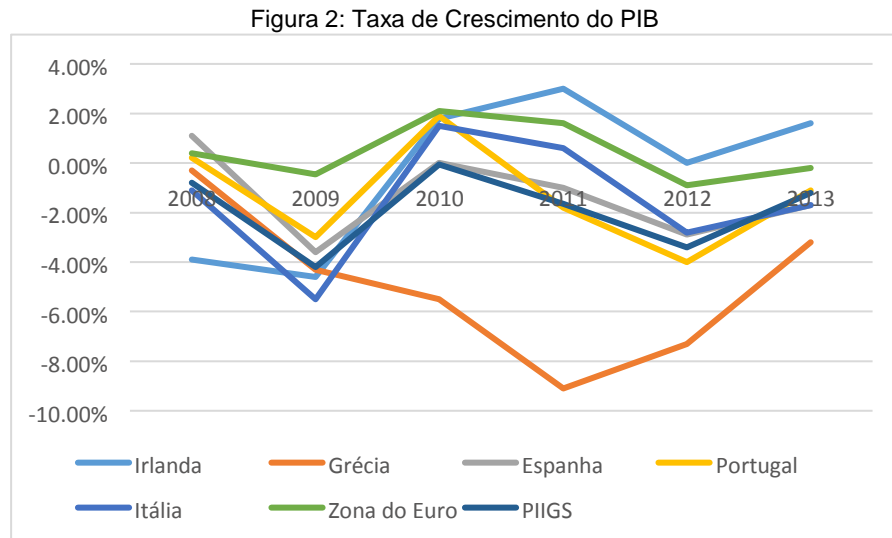
Figura 1: Porcentagem de exportações de bens no âmbito da União Europeia.



Fonte: Eurostat

Tendo em vista a figura 1 revela a proporção de exportações, é possível concluir que a União Econômica não foi eficiente na aquisição de bens para minimizar os impactos recessivos, haja vista que houve queda no comércio. Também é possível observar que não houve um aumento significativo na exportação de bens para outros países não membros da União Europeia. Isto é, além de União Alfandegária não ter promovido mais interação em momento de crise, a limitação monetária e cambial inviabilizou a adoção de medidas, como desvalorização da moeda, que visassem aumentar o comércio internacional para minimizar os impactos da crise. Portanto, por este prisma, é possível auferir que embora o comércio interno seja elevado para os países selecionados (provavelmente isto deve-se parcialmente a União Alfandegária) neste

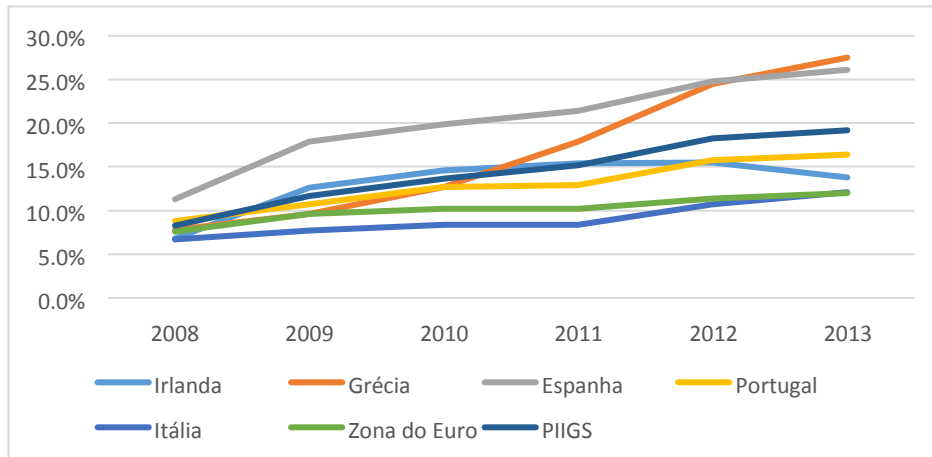
momento de crise a União Econômica não foi capaz de aumentar o nível de exportação, não contribuindo para a recuperação econômica destes países.



Fonte: Eurostat

Em relação à recessão, podemos observar que a Zona do Euro, em especial os países selecionados, foram afetados significativamente. Em 2009, a média de diminuição do tamanho da economia da Zona do Euro chegou em 0,45%, enquanto para os países selecionados foi de 4,2%. Já em 2012, a contração foi de 3,4% para os países selecionados, e na Zona do Euro houve uma recessão de 0,9%. No que diz respeito ao acumulado, enquanto em toda a Zona do Euro houve no período de 2008 a 2013 um crescimento de 2,55%; nos países selecionados houve uma queda média acumulada de 11,34%, dado influenciado pelos indicadores gregos. Naturalmente, esta retração econômica resultou em uma explosão no nível de desemprego. Enquanto a média de desemprego nos países selecionados chegou a 19,18% em 2013, na Zona do Euro esta média era de 12%. No período de 2008 a 2013, a média de desemprego nos países selecionados foi 41,44% superior em relação à Zona do Euro. É possível observar na Espanha e na Grécia um elevado nível de desemprego: uma a cada quatro pessoas que estava desempregada. Isso impactou de forma relevante a elevada média de desemprego no grupo de países selecionados.

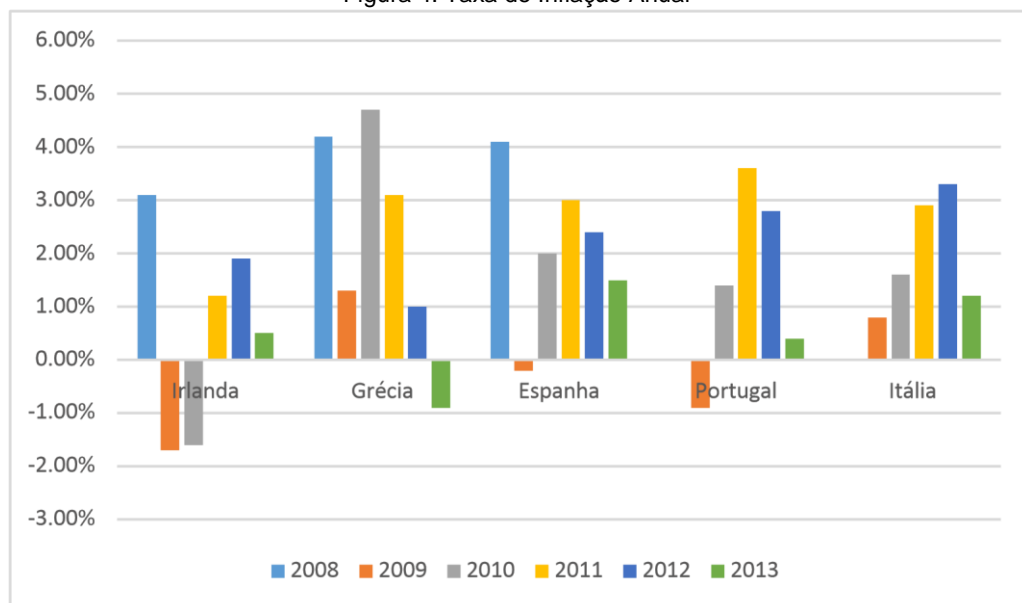
Figura 3: Desemprego da População Ativa



Fonte: Eurostat

Destaca-se ainda que, mesmo com significativa recessão, a inflação foi positiva praticamente durante todo o período, em todos os países e, especialmente para os padrões europeus, em níveis relativamente elevados. Isso, considerando o elevado nível de desemprego e retração econômica, evidencia uma significativa perda de poder de compra por parte dos consumidores, implicando assim em uma redução no consumo, o que por sua vez impacta de maneira significativamente negativa os indicadores do PIB.

Figura 4: Taxa de Inflação Anual

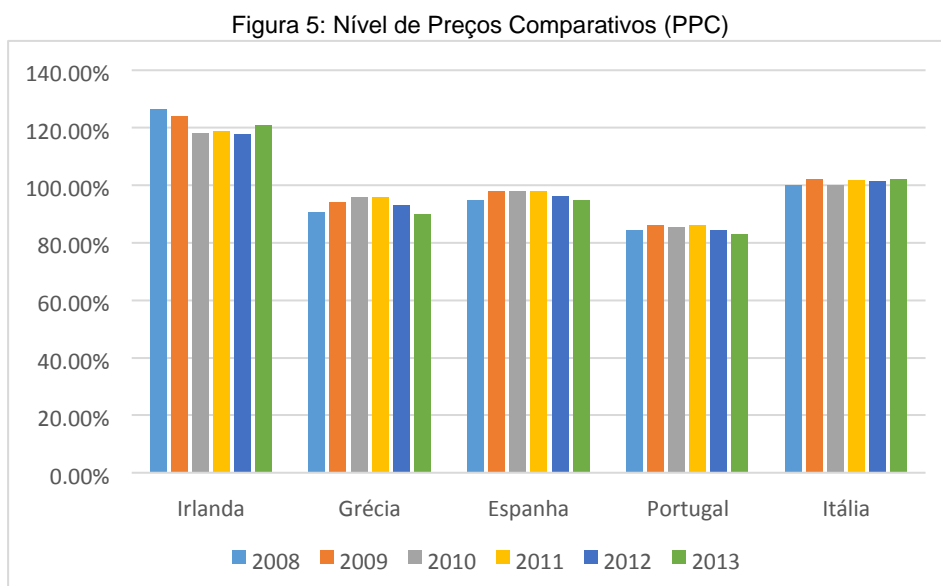


Fonte: Eurostat

Já em relação ao nível de preços comparativos, que serve para medir o poder de compra e é o elemento que relaciona o nível de preços de bens e serviços em um país com a renda de sua população, excetuando-se a Irlanda, podemos observar que os demais países dos países selecionados possuem um nível de preços significativamente menor do que a União Europeia

como um todo. Isso aumenta o poder de compra e viabiliza um padrão de vida semelhante aos países mais ricos sem que necessariamente haja um aumento significativo na renda dos países selecionados. Teoricamente, este nível de preços menor e não igual, viabilizaria um ajuste dentro da mesma União Monetária, o que segundo a Área Monetária Ótima, nos termos de Robert Mundell, serviria para viabilizar a recuperação da economia após alguma crise.

Avaliando os dados relativos aos preços comparativos e seguindo a premissa de que uma União Monetária Ótima deve apresentar convergência de preços, podemos concluir que esta premissa não é respeitada principalmente em Grécia, Espanha e Portugal.



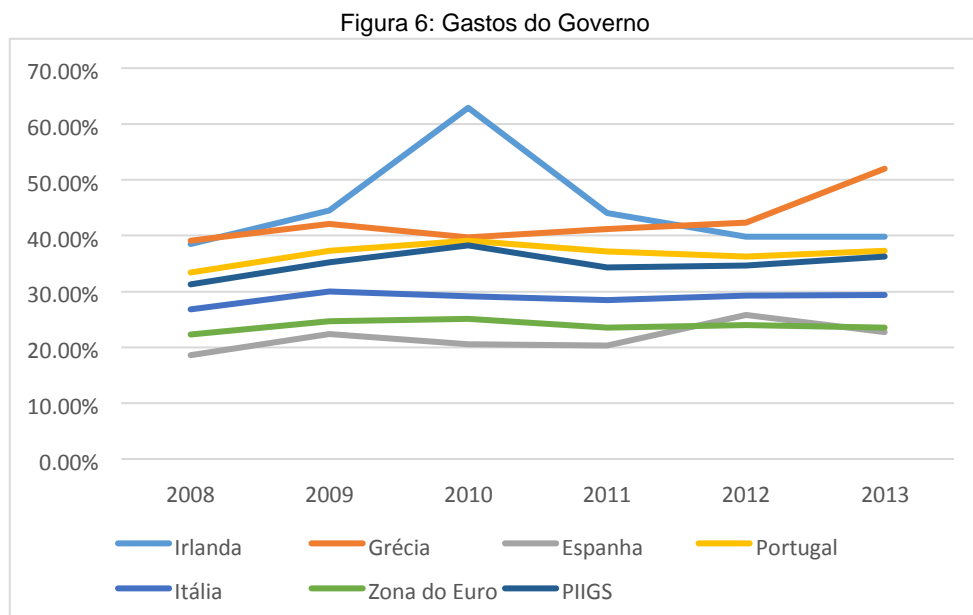
Fonte: Eurostat

Avaliando os dados relativos aos preços comparativos e seguindo a premissa de que uma União Monetária Ótima deve apresentar convergência de preços, podemos concluir que esta premissa não é respeitada principalmente em Grécia, Espanha e Portugal, visto que considerando a queda no PIB, crescente aumento no nível de desemprego, especialmente na Espanha e na Grécia, fica claro que não houve este ajuste mesmo com um menor custo do fator de produção trabalho nestes países em relação aos demais da Zona do Euro.

Portanto, os pontos indicados por Vanhaverbeke e De Grauwe (1993), de que os países pertencentes à uma mesma União Monetária podem, mesmo com a taxa de câmbio fixa entre si, alterar o preço real dos fatores de produção, acaba não se aplicando na União Europeia. Assim, tendo em vista um Desvio Padrão de 0,75% na variação dos preços comparativos dos

países selecionados neste período de 2008 a 2013, conclui-se que a crise não trouxe uma redução nos custos locais, o que supostamente atrairia empresas para as economias fragilizadas, já que segundo a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, de Robert Mundell (1961), implicaria em simetria no processo de recuperação econômica em um período pós crise.

Já em relação às contas dos governos, os três indicadores de destaque são: (i) Variação nos Gastos dos Governos Centrais; (ii) Nível de déficit; (iii) Grau de Endividamento. O gasto médio dos países selecionados é de 35% em relação ao PIB no decorrer deste período, já na Zona do Euro o gasto médio é de 23,85%. Esta diferença é um dado relevante para entendermos o diferente perfil dos países no que se refere à finanças públicas. Com um desvio padrão médio de 1,59%, é possível observar que neste período de 2008 a 2013 não houve variação significativa nos níveis de gastos por parte dos governos. Agora, uma interpretação válida é que este alto índice de gastos dos governos, mesmo com déficits crescentes, não foi reduzido em um cenário de retração econômica e queda na arrecadação por parte dos governos.

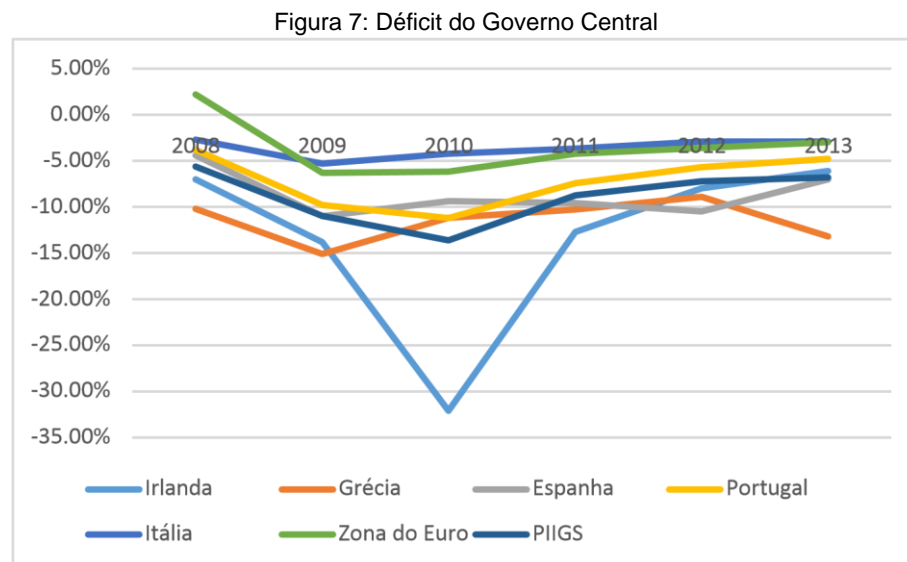


Fonte: Eurostat

Na Figura 7 é possível observar que neste período de 2008 a 2013 não houve redução do déficit governamental. Com exceção da Irlanda, que teve uma redução de 7% para 6,1% no déficit, nos demais países dos países selecionados, o nível de déficit em 2013 era superior ao de 2008, como por exemplo na Espanha: em 2008 o déficit era de 4,4%, e em 2013 era de 7%. À título de comparação, na Zona do Euro a média do déficit neste período foi de 3,9% a.a.; já nos países selecionados, a média foi 7,97%, ou seja, mais do que o dobro do

observado na Zona do Euro. Esta significativa diferença, nitidamente, trouxe mais insegurança em relação aos governos europeus, uma vez que em um momento de crise o nível de endividamento aumentou no decorrer do período analisado, e aumentou o risco de moratória.

É possível observar que o nível de endividamento na Irlanda e na Espanha mais do que dobrou neste período de 2008 a 2013. O endividamento médio dos países selecionados passou de 73,08% em 2008 para 127,08% em 2013. Um aumento de 73,89% em 6 anos. Com estes dados, é possível observar que durante a crise os governos nacionais não tiveram capacidade de exercer nenhuma política econômica ou monetária que promovesse significativa alteração no cenário macroeconômico no âmbito nacional. Com a evolução dos anos, os indicadores econômicos demonstraram que houve uma deterioração significativa nas contas públicas nacionais, o que gerou instabilidade para o sistema como um todo.

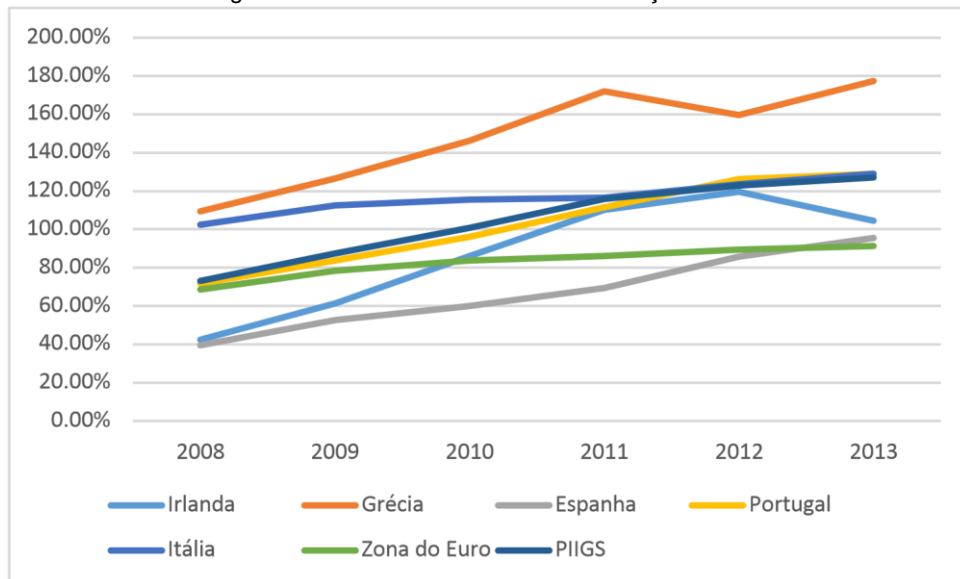


Fonte: Eurostat

O nível de endividamento na Irlanda e na Espanha mais do que dobrou neste período de 2008 a 2013. O endividamento médio dos países selecionados passou de 73,08% em 2008 para 127,08% em 2013. Um aumento de 73,89% em 6 anos. Com estes dados, é possível observar que durante a crise os governos nacionais não tiveram capacidade de exercer nenhuma política econômica ou monetária que promovesse significativa alteração no cenário macroeconômico no âmbito nacional. Os indicadores econômicos demonstraram que houve uma deterioração nas contas públicas nacionais, gerando instabilidade para todo sistema. O alto nível de endividamento limitou a confiança nestes países, e os altos níveis de desemprego indicam que a economia dos países selecionados está sujeita à sucessivos déficits.



Figura 8: Nível de endividamento em relação ao PIB



Fonte: Eurostat

Os dados levantados demonstram que a economia real da Zona do Euro foi significativamente afetada nesta crise, e que os países selecionados, em função do seu desempenho, distorceram também as contas da União Europeia como um todo, indicando que, mesmo em um cenário de economia globalizada, a União Monetária e Econômica acaba representando um nível de interligação ainda maior, onde os demais países membros do grupo, de uma forma ou outra, acabam por serem impactados direta e indiretamente. Assim, à luz da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, de Robert Mundell (1961), a recuperação econômica é possível em uma união monetária caso haja equilíbrio nos níveis de inflação e desemprego, bem como alto nível de mobilidade dos fatores de produção. Como evidenciam os diferentes níveis de inflação (Figura 4), e de níveis de preços comparativos (Figura 5), não ocorrem os pré-requisitos estabelecidos por Mundell (1961), e portanto a possibilidade de estabilização é fragilizada. A impossibilidade destes países depreciarem a taxa de câmbio para aumentarem as exportações e diminuïrem o nível de desemprego deteriorou ainda mais a situação econômica dos países selecionados. É neste ponto que se confirma a visão de Krugman e Obstfeld (2010) de que na Zona do Euro não há estabilização econômica através da taxa de câmbio, uma vez que os países não possuem autonomia para realizar políticas monetárias. É possível confirmar também a visão de Stiglitz (2017) e de Lane (2012) de que o alto nível de endividamento e de desemprego estão diretamente relacionados, e ocorrem devido a instabilidade causada por este elevado nível de endividamento.

## 5. Considerações Finais

Assim, após a análise destes dados, é possível concluir que a crise dos *Subprime* trouxe significativos efeitos negativos nas economias dos países selecionados, implicando em recessão, endividamento, inflação e desemprego. Estes dados demonstram também o elevado grau de interação econômica da União Europeia, e como isso, representa um risco para a região, onde, a União Monetária acentua este risco ainda mais, uma vez que os países selecionados possuem uma economia assimétrica em relação a União Europeia. Isto eleva o grau de dificuldade dos órgãos executivos da União Europeia para promover políticas econômicas e monetárias que consigam manter a estabilidade de preços e ao mesmo tempo auxiliar na recuperação econômica de países em crise.

É possível concluir também que a credibilidade europeia é colocada em xeque em função deste alto grau de interação e interligação econômica e monetária. Uma das causas da insegurança é o entendimento de que um país não possui autonomia suficiente para exercer políticas que visem a sua recuperação econômica em um período recessivo ou de crise, como observado na Crise dos *Subprime*.

No que diz respeito à relação econômica dos países selecionados com a Zona do Euro, destaca-se a elevada importância relativa da interação econômica entre os países selecionados e os países da Zona do Euro, uma vez que o bloco monetário é o principal destino das exportações daqueles países. Do âmbito comercial, é possível concluir que a União Monetária efetivamente contribuiu para o alto nível de comércio. Entretanto, o êxito desta integração é questionado em função do alto nível de exposição à uma eventual nova crise para o bloco como um todo, haja vista elevado nível de endividamento e alto grau de dependência.

Assim, a integração econômica europeia é positiva do ponto de vista comercial, mas carece de uma estrutura adequada para a recuperação econômica em eventuais períodos de crise. Em função da União Europeia não ser uma Área Monetária Ótima, os benefícios de se compartilhar uma mesma moeda não são aproveitados de forma integral, e efetivamente dificultam de forma significativa a execução de políticas que incentivariam um país se recuperar em momentos de crise com ajuda do exterior, haja vista possibilidade de desvalorização da moeda, por exemplo.

Em relação a continuidade do estudo, é válido avaliar quais ações poderiam trazer um maior grau de integração econômica para tornar a Zona do Euro em uma área monetária ótima, bem como avaliar possibilidades alternativas de aumento do nível de exportação sem necessariamente ocorrer a desvalorização cambial. Outro estudo válido é avaliar os impactos da acentuada crise dos países selecionados nos demais países da Zona do Euro, uma vez que o estudo não esclarece o grau em que estes outros membros foram afetados pela crise nos países selecionados. O estudo também não propõe medidas que poderiam ser adotadas para prevenir os membros da Zona do Euro de enfrentarem uma nova crise econômica.

## 6. Referências

COSTA, C.G. A Moeda Única Europeia: Entre a construção monetária e a desconstrução europeia, **Boletim regional, urbano e ambiental**, v. 14, jun. 2016.

DE GRAUWE, P. The legacy of the Eurozone crises and how to overcome it, **Journal of Empirical Finance**, v. 36, p. 147-155, 2016.

DE GRAUWE, P.; JI, Y. Flexibility versus Stability: A difficult trade-off in the eurozone. **Credit and Capital Markets**, Vol. 49, No. 3, p. 375-413. set. 2016.

EUROPEAN COUNCIL. Single European Act, 17 de fev. 1986. Disponível em [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/SingleEuropeanAct\\_Crest.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/SingleEuropeanAct_Crest.pdf). Acesso em 01 de abr. 2017.

EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY. Treaty of Rome, 25 de mar. 1957. Disponível em [http://ec.europa.eu/archives/emu\\_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf](http://ec.europa.eu/archives/emu_history/documents/treaties/rometreaty2.pdf). Acesso em 01 de abr. 2017.

EUROSTAT. Comparative Price levels. Disponível em <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00120> . Acesso em 18 de fev. 2018.

EUROSTAT. General Government gross debt. Disponível em <  
[http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=sdg\\_17\\_40&plugin=1](http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=sdg_17_40&plugin=1)> . Acesso em 18 de fev. 2018.

EUROSTAT. Government deficit/surplus, debt and associated data. Disponível em <  
[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_10dd\\_edpt1&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en)> . Acesso em 18 de fev. 2018.

EUROSTAT. Gross Domestic Product at market prices. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00001&plugin=1>> . Acesso em 17 de fev. 2018.

EUROSTAT. HICP – Inflation Rate. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>> . Acesso em 17 de fev. 2018.

EUROSTAT. Real GDP Growth Rate – volume. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>> . Acesso em 18 de fev. 2018.

EUROSTAT. Share of trade with the EU28. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/printTable.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tet00036&printPreview=true#>> . Acesso em 05 de mar. 2018.

EUROSTAT. Total General Government Expenditure. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00023&language=en>> . Acesso em 17 de fev. 2018.

EUROSTAT. Total unemployment rate. Disponível em <  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tps00203&plugin=1>> . Acesso em 17 de fev. 2018.

[n=1>](#) . Acesso em 17 de fev. 2018.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. Economia Internacional: Teoria e política, **Pearson Prentice Hall**, ed. 8, São Paulo, 2010.

LANE, P.R. The European Sovereign Debt Crisis. **Journal of Economic Perspectives**, Volume 26, p. 49-68, Summer 2012.

MENDONÇA, A. A integração monetária na Europa: da União Europeia de Pagamentos ao Euro". In: ROMÃO, A (Org.). **Economia Europeia**. Lisboa: Celta Editora, 2004.

MUNDELL, R. A Theory of Optimum Currency Areas. Em: **American Economic Review**, 51, **Nashville**, v. 53, p.657-665. set. 1961.

SCHMITTER, P.C. A experiência da integração europeia e seu potencial para integração regional, **Lua Nova**, n. 80, São Paulo, 2010.

STIGLITZ, J.E. The Fundamentals Flaws in the Euro Zone Framker. Em **Springer International Publishing, The Euro and the Crisis, Financial and Monetary Policy Studies**, v. 43, Suíça, 2017.

VANHAVERBEKE, W.; DE GRAUWE, P. Policy Issues in the Operation of Currency Unions. **Paul R. Masson and Mark P. Taylor**, ed.1, cap 5, p. 111-129, out. 1993.

VARTANIAN, P.R. Choques monetários e cambiais sob regimes de câmbio flutuante nos países membros do Mercosul, **Revista EconomiA**, v.11, n.2, p 435-464, mai/ago. 2010.

ZIMMERMAN, K.F. Labor Mobility and the Integration of European Labor Markets. **DIW**, v. 862, Berlin, mar. 2009.

**Contatos:** [felipe.bbonatto@gmail.com](mailto:felipe.bbonatto@gmail.com) e [pedro.vartanian@mackenzie.br](mailto:pedro.vartanian@mackenzie.br)

