

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS**

**MARINA KELLER SOTO**

**ANÁLISE DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DA ZONA DO EURO A PARTIR  
DA CRISE DA DÍVIDA SOBERANA**

**CAMPINAS  
2023**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS  
CENTRO DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
MARINA KELLER SOTO**

**ANÁLISE DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DA ZONA DO EURO A PARTIR  
DA CRISE DA DÍVIDA SOBERANA**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado a Faculdade de Ciências  
Econômicas, do Centro de Economia e  
Administração da Pontifícia Universidade  
Católica de Campinas, para a obtenção do  
título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Professor Adauto Roberto  
Ribeiro

**CAMPINAS  
2023  
PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS  
CENTRO DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO**

**FACULDADE DE CIENCIAS ECONÔMICAS  
MARINA KELLER SOTO**

**ANÁLISE DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DA ZONA DO EURO A PARTIR  
DA CRISE DA DÍVIDA SOBERANA**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado e aprovado em  
pela comissão examinadora:

---

Prof. Dr. Aduino Ribeiro,  
Orientador e presidente da comissão  
examinadora  
Pontifícia Universidade Católica de  
Campinas

---

Prof. Dr. Paulo Ricardo Silva,  
Pontifícia Universidade Católica de  
Campinas

**CAMPINAS  
2023**

Ficha catalográfica elaborada por Silvana Maria Teixeira CRB 8/9134  
Sistema de Bibliotecas e Informação - SBI - PUC-Campinas

332.042 Soto, Marina Keller  
S78

Análise das taxas de crescimento do PIB da zona do Euro a partir da crise da dívida soberana. / Marina Keller Soto. - Campinas: PUC-Campinas, 2023.

43 f.

Orientador: Aduino Roberto Ribeiro.

TCC (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Ciências Econômicas, Escola de Economia e Negócios, Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, 2023.

Inclui bibliografia.

1. Finanças internacionais. 2. Euro. 3. Moeda. I. Ribeiro, Aduino Roberto. II. Pontifícia Universidade Católica de Campinas. Escola de Economia e Negócios. Faculdade de Ciências Econômicas. III. Título.

23. ed. CDD 332.042

**RESUMO**

Essa monografia tem como objetivo principal estudar a crise da Zona do Euro, e quais foram os comportamentos das taxas de crescimento do PIB em decorrência da crise. Queremos analisar se a crise de 2008 causou uma mudança no padrão de crescimento dos países pertencentes à Zona do Euro. Foi estudado todo o processo de construção da União Econômica e Monetária, a partir do fim da Segunda Guerra Mundial, até a implementação do Euro. É analisada, nesse trabalho, a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, arcabouço teórico por trás da criação da moeda, além do processo de convergência dos países para o Euro. Depois, é estudada a crise da integração, a partir da crise de 2008, que começa nos Estados Unidos e logo atravessa as fronteiras e chega na Europa para se tornar a Crise das dívidas soberanas. A partir de toda a análise teórica, as séries históricas do PIB dos 19 países (Áustria, Bélgica, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Portugal, Eslováquia, Eslovênia e Espanha) e do agregado da Zona do Euro são dessazonalizados e analisados graficamente. Depois, é feita uma regressão dos dados em relação ao tempo, e obtém-se a taxa de crescimento instantânea e o desvio padrão de cada um dos países e da Zona do Euro, para o entendimento de qual a diferença da taxa de crescimento do PIB antes, durante e após a crise. Todas as análises e manipulações de dados são feitas no software estatístico R Studio. A conclusão do trabalho é que a crise causa uma mudança no padrão de crescimento dos países, principalmente dos menos desenvolvidos e durante o período da crise. De maneira mais duradoura e latente, essa mudança ocorre mais profundamente para a Grécia.

Palavras-Chave: Zona do Euro, Crise, Europa, PIIGS, Crise Financeira.

**ABSTRACT**

This monograph has as its main objective to study the Euro Zone crisis, and what were the behaviors of the GDP growth rates because of the crisis. We want to analyze whether the 2008 crisis caused a change in the growth pattern of countries belonging to the Euro Zone. The whole process of construction of the Economic and Monetary Union was studied, from the end of the Second World War until the implementation of the Euro. This work analyzes the Theory of Optimal Currency Areas, the theoretical framework behind the creation of the currency, as well as the process of convergence of countries to the Euro. Afterwards, the integration crisis is studied, starting with the 2008 crisis, which started in the United States and soon crossed borders and arrived in Europe to become the Sovereign Debt Crisis. Based on the entire theoretical analysis, the historical GDP series of the 19 countries (Austria, Belgium, Cyprus, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malta, Holland, Portugal, Slovakia, Slovenia, and Spain) and the Euro Zone aggregate are deseasonalized and analyzed graphically. Afterwards, a regression of the data in relation to time is carried out, and the instantaneous growth rate and the standard deviation of each of the countries and of the Euro Zone are obtained, to understand the difference in the GDP growth rate before, during and after the crisis. All data analysis and manipulations are done in the statistical software R Studio. The conclusion of the work is that the crisis causes a change in the pattern of growth of countries, mainly the less developed ones and during the crisis period. More enduringly and latently, this shift runs deeper for Greece.

Keywords: Eurozone, Crisis, Europe, PIIGS, Financial crisis.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – PIB trimestral dessazonalizado da Zona do Euro.....	30
Gráfico 2 – PIB trimestral dessazonalizado da Alemanha, França, Áustria e Holanda. ....	32
Gráfico 3 – PIB trimestral dessazonalizado da Espanha, Itália, Portugal e Irlanda .....	33
Gráfico 4 – PIB trimestral dessazonalizado da Grécia. ....	34
Gráfico 5 – PIB trimestral dessazonalizado da Bélgica, Finlândia, Luxemburgo e Malta.....	35
Gráfico 6 – PIB trimestral dessazonalizado da Eslováquia, Eslovênia, Estônia e Letônia .....	36
Gráfico 7 – PIB trimestral dessazonalizado de Letônia e Chipre. ....	36

## SUMÁRIO

<b>1. Introdução .....</b>	<b>7</b>
<b>2. Antecedentes da Zona do Euro: .....</b>	<b>8</b>
2.1. Construção da União Europeia: .....	8
2.2. Aprofundamento da integração econômica: A Comunidade Econômica Europeia e a Serpente.....	11
2.3. O Sistema Monetário Europeu .....	13
2.4. O Tratado de Maastricht.....	16
<b>3. A crise da integração .....</b>	<b>18</b>
3.1. A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: .....	18
3.2. O período de expansão econômica (2000-2007): .....	21
3.3. A crise (2008-2015):.....	23
<b>4. Impacto da crise no crescimento dos países .....</b>	<b>27</b>
4.1. Metodologia: .....	27
4.2. Análise de resultados:.....	29
<b>5. Conclusão .....</b>	<b>39</b>
<b>Referências Bibliográficas: .....</b>	<b>40</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Nessa monografia, é estudada a Crise da Zona do Euro, também comumente chamada de Crise da Dívida Soberana. O objetivo final é entender, a partir do pano de fundo teórico construído durante os primeiros capítulos dessa monografia, qual foi o comportamento das taxas de crescimento do PIB dos países pertencentes à Zona do Euro (ZE). A pergunta central a ser respondida é: a crise da Zona do Euro mudou as trajetórias das taxas de crescimento dos países pertencentes ao bloco econômico?

Ao fazermos o panorama geral da construção da União Europeia e da Zona do Euro, o arcabouço teórico por trás de sua construção (Teoria das Áreas Monetárias Ótimas), além do estudo da crise do bloco, há substrato suficiente para entender a natureza da crise e qual foi o possível desfecho da tendência das taxas de crescimento dos países nos períodos anteriores, durante e pós crise. A hipótese defendida é que a crise causou mudanças na trajetória de crescimento dos países.

Para isso, este trabalho é dividido em três capítulos. O primeiro é um histórico sobre a construção da União Europeia e da Zona do Euro. No segundo, será discutida a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, além da crise da Zona do Euro. No terceiro e último capítulo, será apresentada a metodologia estatística que fora utilizada para o cálculo das taxas de crescimento instantâneas dos países, além de uma explicação de como foram construídos os gráficos que estão dispostos neste trabalho.

## 2. ANTECEDENTES DA ZONA DO EURO:

Nesse capítulo, será apresentada como se deu a criação da União Europeia e da Zona do Euro, desde os princípios mais remotos, como a criação do Comitê para Cooperação Econômica Europeia, até a assinatura do Tratado de Maastricht. Será feita uma breve análise da construção política, e depois, foco maior será dado a integração econômica.

Considera-se importante analisar desde os primórdios da União Europeia porque, para entender profundamente a crise que aconteceu no século XXI, é importante que se entenda a partir de quais mecanismos a União Europeia e a Zona do Euro foram construídos.

Portanto, o intuito desse capítulo é apresentar o panorama histórico da Zona do Euro, para que as relações acima citadas fiquem mais claras para o leitor.

### 2.1. Construção da União Europeia:

É difícil estimar quando foi a primeira vez que a ideia de uma Europa unificada surgiu. Alguns autores remontam a períodos muito longínquos, como na construção do Sacro Império Romano Germânico, em que havia o ideário da criação de uma Europa “ocidental e cristã” e, mais a frente na história, como na fundação da União Pan-Europeia em 1923. No entanto, a dimensão mais palpável e menos utópica surge na decisão da maior integração continental a partir da ideia de uma “escolha da paz sob a guerra” e da “cooperação sob o conflito”. Isso se dá nos finais da Segunda Guerra Mundial, com a crescente posição dos Estados Unidos como líder do mundo livre, com a construção da ordem internacional liberal democrática (PECEQUILO, 2014, pp. 3-4; PREVIDELLI, 2014, p. 46).

Durante a Guerra Fria, a nova ordem internacional foi construída a partir de um mundo bipolar, com os Estados Unidos de um lado, consolidando sua *Pax Americana* a partir da construção e liderança de organismos multilaterais, como a Organização das Nações Unidas (ONU) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), nas quais seus valores e princípios da democracia e liberdade eram disseminados. Do outro lado havia a União Soviética, que controlava os países do Leste Europeu e de sua zona de influência. Ambos os líderes dos blocos visavam possuir cada vez mais poder, o que fez com que o clima de tensão ficasse cada vez mais latente. Para os Estados Unidos, era cada vez mais vantajoso maiores intercâmbios e alianças com os países europeus (PECEQUILO, 2014, p. 5).

Os primeiros passos da influência e ao mesmo tempo, de ajuda dos Estados Unidos em relação a Europa foi com o Plano Marshall, que, em 1947, permitiu a Europa Ocidental começar seu processo de reconstrução econômica. Quando o Plano Marshall foi implementado – garantindo um aporte de cerca de 15 bilhões de dólares para as economias da região –, os europeus também selaram uma parceria com os Estados Unidos na Guerra Fria. Naquele mesmo ano ocorreu a Conferência para Cooperação Econômica Europeia, que deu origem ao Comitê de Cooperação Econômica Europeia (CCEE), que se consolidou como um fórum de discussão em relação a melhorias na infraestrutura, comércio e trabalho na região (PREVIDELLI, 2014, p. 49; SANTOS, 2014, p. 14).

No ano de 1944, um importante movimento de integração econômica é realizado, com a criação da BENELUX, uma união aduaneira entre Bélgica, Holanda e Luxemburgo. Porém, o ano de 1948 é o mais importante em relação à institucionalização da União, na reunião do Congresso da Europa em Haia, na Holanda, que levou a criação do Conselho da Europa, em 1949 pelo Tratado de Westminster (PECEQUILO, 2014, pp. 8-9)

A partir das discussões no Conselho da Europa, surge o Plano Schuman (1950), que passa a ser o principal catalisador da integração. Robert Schuman foi ministro dos Negócios Estrangeiros francês entre 1948 e 1952, e um dos principais arquitetos da integração europeia. Seu plano redesenha os ideais de integração europeia a partir de um conteúdo programático concreto, com a liderança da Alemanha e da França, sendo delegada a França uma liderança mais política, e a Alemanha Ocidental, uma liderança econômica. (DEDMAN, 2001, p. 57). Além do mais, o plano pretendia uma parceria nos setores energético e industrial (carvão e aço), que no passado foram motivo de discórdia, inclusive em relação à província de Alsácia-Lorena, que mudou de mãos entre a França e a Alemanha em 1871, 1918, 1940 e 1945 (PECEQUILO, 2014, p. 10).

É interessante que se faça uso das próprias palavras de Schuman quando este afirma que "A união das nações europeias exige que seja eliminada a secular oposição entre a França e Alemanha. Com esse objetivo (...), o governo francês propõe subordinar o conjunto da produção franco-alemã de carvão e do aço, a uma Alta Autoridade (...)" (A DECLARAÇÃO SCHUMAN..., 2017). A criação desta Alta Autoridade seria um tipo de superação das relações interestatais sobre setores essenciais e estratégicos, como o carvão e aço, e também dando espaço para que outros setores também pudessem ser incluídos no Plano. Essa foi uma grande evolução do ponto de vista cooperativo, uma vez que esses dois países estavam em guerra há menos de 10 anos.

Como desenvolvimento do Plano Schuman, em 1951 foi assinado o Tratado de Paris, que criou a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA). Esse tratado comercial foi

importante por regular as fatias de mercado entre as seis partes interessadas. Sua ratificação foi feita pela Itália, Holanda, Bélgica, Luxemburgo, França e Alemanha. Nessa instituição, a estrutura institucional contemplava poderes supranacionais. Os objetivos para os quais ela foi criada foram, principalmente, a criação de uma área de livre comércio para o carvão e o aço. Isso permitiu um avanço e uma recuperação da indústria siderúrgica, principalmente para a Alemanha. A CECA é considerada o embrião da integração europeia, uma vez que, como já mencionado, o carvão e o aço, além de serem elementos essenciais do comércio europeu, eram importantes por serem essenciais para as guerras (DEDMAN, 2001, p. 61; SANTOS, 2014, p. 16).

Na criação da CECA, foi fixada uma tarifa média externa menor que a da França e maior que a da Benelux, e um período de cinco anos para a transição antes da operacionalização total do acordo. Além de criar um mercado comum para seis mercados nacionais, também salvaguardou interesses internos da Itália, como o de manter a tarifa inteira para proteger a indústria pequena e fraca do país, ajudou a Bélgica a redefinir e recuperar seu setor de carvão, e facilitou objetivos específicos da França. A Alta Autoridade era responsável por controlar a regulação do carvão e do aço antes mesmo da Alemanha, de uma forma que seria impossível sem o acordo, uma vez que a Alemanha é o país mais forte nesses setores (DEDMAN, 2001, p. 62).

O sucesso do plano Schuman e da CECA, junto com os avanços do Benelux fizeram com que a integração fosse cada vez mais aprofundada. Com isso, na Conferência de Messina, foi aprovado o Tratado de Roma em 1957 – considerado um dos mais importantes marcos da integração europeia. O Tratado continha tanto pontos político-estratégicos quanto econômicos: a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia de Energia Atômica (EURATOM)<sup>1</sup>. Nesse momento, participavam da integração a França, a Alemanha Ocidental, a Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo. Esses países formavam o que foi chamado de “Europa dos Seis” (PECEQUILO, 2014, pp. 11-12).

O plano da CEE era a plena integração econômica dos países fundadores do bloco, eliminando as tarifas comerciais, a movimentação de bens, serviços, capitais e, posteriormente, pessoas. Em março de 1958, foi constituído o Comitê Monetário, composto dos ministros das finanças e representantes dos Bancos Centrais dos países e tinha o objetivo de coordenar as políticas monetárias dos Estados-Membros da CEE. Em 1964, foi formado o Comitê de Governadores de Bancos Centrais, com um objetivo semelhante (OVERTVELDT, 2012, p. 18).

---

<sup>1</sup> A Comunidade Europeia de Energia Atômica (EURATOM) foi braço essencial do Tratado de Roma, um importante marco para a união cada vez maior dos países da Europa. No entanto, como essa Monografia tratará mais dos aspectos econômicos da integração, não será dado o foco apropriado a essa questão política. Para mais informações sobre o EURATOM, consultar “Tratado EURATOM”, no site do Parlamento Europeu (2007).

A CEE é, então, consolidada como o principal catalisador da integração econômica europeia após sua criação. Por conta disso, no próximo tópico será analisado como se deram os desdobramentos dela.

## 2.2. Aprofundamento da integração econômica: A Comunidade Econômica Europeia e a Serpente

Em 1969, em uma cúpula da CEE, ficou decidida a criação do Plano Werner, que visava implementar gradualmente a União Monetária Europeia (UEM). Esse plano era composto por três fases, que implementariam a UEM em 10 anos. A primeira fase restringiria as flutuações das taxas de câmbio e as políticas econômicas dos Estados Membros seriam cada vez mais coordenadas. Na segunda fase, as oscilações no câmbio e as divergências nos níveis de preços seriam ainda mais atenuadas. Na terceira fase, as taxas de câmbio seriam fixadas de uma vez por todas, e um sistema de Bancos Centrais seria estabelecido (OVERDTFELD, 2012, pp. 20-21). Vale ressaltar que o relatório Werner não previa a criação de uma moeda europeia, mas sim a criação de um “sistema de bancos centrais nacionais”, através da harmonização das políticas macroeconômicas (EICHENGREEN, 2012, p. 204).

No entanto, mais uma vez os alemães foram relutantes, uma vez que a força do marco alemão, após a Segunda Guerra, se tornara o símbolo da prosperidade do país, uma manifestação de seu poder político e econômico. Para os alemães, uma União Econômica só seria bem-sucedida se fosse mais abrangente, ou seja, abarcasse outras estruturas econômicas, como uma política financeira, comercial, orçamentária, social e salarial comum. Esse argumento ficou conhecido como posição “economista” em relação à integração. Já a França defendia a posição “monetarista” da integração<sup>2</sup>, ou seja, que bastava a integração econômica em relação à convergência das taxas de câmbio e do nível de preços. A aceitação do argumento francês significava que a Alemanha – país historicamente superavitário em seu Balanço de Pagamentos, não poderia impor suas políticas aos países deficitários, como a França e a Itália (SASZ, 1999, pp. 10-11).

---

<sup>2</sup> Não confundir com os seguidores de Milton Friedman da Escola de Chicago.

No início do ano de 1971, com a turbulência monetária internacional, uma versão mais *light* do Plano Werner foi adotada. Dois principais argumentos foram utilizados para defender a necessidade da criação da União Monetária. O primeiro, como já mencionado, era a crescente instabilidade do dólar, e o segundo era que uma valorização não coordenada das taxas de câmbio dos países poderia colocar em risco a existência da CEE. Havia uma grande dificuldade em estreitar as margens de flutuação do câmbio entre os seis países, porém, devido as turbulências internacionais, o marco alemão necessitava ser desvalorizado. Isso ocorreu no mesmo período da suspensão da conversibilidade dólar-ouro por parte dos Estados Unidos, o que colocou o dólar em uma trajetória de desvalorização. No começo de 1972, a margem de flutuação em torno das moedas europeias foi reduzida para 2,25%, o que ficou conhecido como Serpente Europeia (OVERTFELDT, 2020, p. 22).

A Serpente foi um arcabouço institucional que esses países criaram para que pudessem estabilizar suas moedas em relação às outras. Os países europeus, por serem mais abertos ao comércio, eram bem mais sensíveis em relação às flutuações no câmbio, com isso, defendiam mais fielmente o ideal do câmbio fixo. Segundo Eichengreen (2012, p. 202), o sucesso da Comunidade nos anos 1970 se deu graças a liberalização do comércio intra europeu, que fez crescer a participação do comércio entre os países e o volume total de todos eles. Eles utilizavam o argumento de que estabilidade do câmbio era necessária para que esse comércio continuasse se expandindo, por isso, foram feitos grandes esforços para que esse movimento não fosse interrompido.

Porém, em 1973, “a Serpente foi liberada”, quando os Estados Unidos permitiram que o dólar flutuasse em relação às moedas mais importantes. Com as grandes turbulências dos anos 1970, como o fim do sistema de Bretton Woods<sup>3</sup> e os Choques do Petróleo<sup>4</sup>, era difícil coordenar uma banda de flutuação para as taxas de câmbio e de coordenação macroeconômica

---

<sup>3</sup> O Sistema de Bretton Woods foi definido nas Conferências de Bretton Woods, em julho de 1944. A conferência contou com a presença de 730 delegados de todas as 44 nações integrantes das Nações Unidas naquele momento. O SBW definiu e estabeleceu regras para as relações comerciais e financeiras entre os países industrializados. Foi uma ordem econômica negociada, que teve o objetivo de governar relações econômicas entre as nações. Ficou definido que o ouro seria o instrumento de reserva internacional, em um regime de paridade de câmbio fixas, porém reajustáveis em algumas ocasiões. Como os Estados econômicas internacionais de fiscalização, supervisão e apoio econômico-financeiro, o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial, e o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) (OLIVEIRA; MAIA; MARIANO, 2008, p. 201).

<sup>4</sup> Os Choques do Petróleo foram aumentos significativos no preço do petróleo, que ocorreram em 1973 e 1979. Em 1973, o choque foi ocasionado por um embargo realizado países membros da Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP), que limitou a produção e as exportações aos países europeus e aos Estados Unidos por seus apoios à Israel na guerra do Yom Kippur. A escassez da matéria prima fez com que o barri quadruplicasse o preço, saindo de US\$3 para US\$12. Isso levou a falta de combustível em diversos países, além da queda da produção industrial, ocasionando uma recessão nos países ocidentais, que durou até 1975. O evento foi um dos principais marcos do fim do período de prosperidade dos Anos Dourados. Em 1979, ocorreu o Segundo Choque do Petróleo, por conta da revolução no Irã, que diminuiu as exportações do país. O preço do petróleo dobrou de um ano para outro (ROCHA; ROUBICEK, 2020).

– os alemães, como sempre, adotavam políticas mais ortodoxas, enquanto a maioria dos outros países do bloco combatia a recessão por meio do aumento dos gastos – que agora contavam com a presença da Dinamarca, Irlanda e Reino Unido (EICHENGREEN, 2012, p. 204; OVERTFELDT, 2012, p. 23).

Nos anos 1970, por conta das diversas turbulências econômicas, o dólar deixou de ser a principal moeda de referência para os países europeus e o marco alemão passou a ter esse papel, tendo também o papel de âncora anti-inflacionária. O Bundesbank dava o tom para toda a política econômica do continente. Alguns países, dando destaque à França, passaram a sentir o efeito disso, uma vez que, dentro da Serpente, passaram a não ter mais tanto controle de sua política monetária. A saída era deixar o acordo para ter um controle maior de seus destinos (EICHENGREEN, 2012, p. 211).

### 2.3. O Sistema Monetário Europeu

Por conta do desarranjo da Serpente e das turbulências pelas quais o mundo ocidental passava nessa década altamente perturbada, em 1978, tanto a França, quanto a Alemanha concordaram que algo precisava ser feito. Os franceses buscavam um cenário em que fosse possível contrabalancear o poder da Alemanha e do marco, cada vez mais evidente. Já a Alemanha estava preocupada com a fuga do dólar para a sua moeda, uma vez que a valorização do marco colocava em xeque o modelo econômico da Alemanha, baseado em exportações (OVERTVELDT, 2012, p. 24).

Tendo em vista resolver essa situação, o Sistema Monetário Europeu (SME) foi lançado em 1 de janeiro de 1979. Os participantes iniciais eram, além da França e da Alemanha: Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Países Baixos. Seu ponto principal era a existência do Mecanismo de Taxa de Câmbio (MTC), em que paridades bilaterais fossem fixadas entre as moedas envolvidas. A margem de flutuação dessas paridades fora fixada novamente em  $\pm 2,25\%$ , com exceção da Itália, em função das taxas de inflação nesse país serem mais elevadas que nos outros membros. A Inglaterra, mesmo tendo aderido ao SME, ficou de fora da MTC. O MTC também envolveu a criação da Unidade Monetária Europeia (UME), uma unidade monetária artificial, que era baseada no valor das moedas do Sistema, e era calculada de acordo

com o peso econômico de cada país (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ, 2015, p. 498; OVERTFELDT, 2012, p. 25)

Vale ressaltar que as muitas divergências entre a Alemanha e a França não deixaram de existir nesse período. A França insistia em uma maior simetria no arranjo, enquanto a Alemanha continuava a lutar por uma maior disciplina fiscal por parte dos países membros. Por conta disso foi criado o Fundo Monetário Europeu (EMF na sigla em inglês), em que as reservas cambiais eram administradas tendo em vista a intervenção no mercado monetário caso fosse necessário, como se fossem os Direitos Especiais de Saque<sup>5</sup>, presentes no Sistema de Bretton Woods.

O gatilho do sistema (ou seja, a intervenção no mercado cambial) seria acionado quando as políticas domésticas dos países colocassem em risco as taxas de câmbio. No entanto, assim como nos Anos Dourados, os países superavitários – principalmente a Alemanha -, eram relutantes em concordar. Se o Sistema não fosse acionado, seria exigido que a Alemanha utilizasse marcos na compra de moedas mais fracas, o que colocaria em xeque a sua defesa da estabilidade de preços. Porém, se o EMF criasse essas reservas sem lastro para financiar os países deficitários, haveria um risco de inflação ainda maior. Dessa forma, o *Bundesbank* se mostrou contra essa proposta (EICHENGREEN, 2012, pp. 212-213).

Porém, a recessão que seguiu a Segunda Crise do Petróleo (1979) desembocou em crises e confrontações do modelo econômico francês. Mitterrand, presidente da França no período, contrário às políticas neoliberais de Thatcher e Reagan, lançou uma política econômica baseada em nacionalizações e estímulos fiscais por meio de aumentos de gastos públicos. Essas políticas logo levaram ao aumento da inflação, elevação do desemprego e déficits na Balança Comercial, além de pressões contínuas sobre o franco dentro do SME. Várias desvalorizações no franco foram necessárias para que o equilíbrio no Sistema fosse restaurado (OVERTFELDT, 2012, p. 26).

Em 1983, a França quase deixou o SME por suas divergências com a Alemanha. Porém, com a entrada de Jacques Delors no governo socialista de Mitterrand, o país passou a adotar políticas econômicas com maior consonância com a ortodoxia alemã. Havia o objetivo de alcançar um “franco forte”, vinculado com o marco alemão. Depois de 1987, em que o franco

---

<sup>5</sup> Os Direitos Especiais de Saque foram criados para serem outra forma de liquidez internacional perante as incertezas em relação ao dólar no Sistema de Bretton Woods. Eram um tipo de reserva alternativa ao ouro, que poderiam ser utilizados somente entre os Bancos Centrais e o FMI, para compensar os problemas no Balanço de Pagamento dos países deficitários (EICHENGREEN, 2012, pp. 160-161).

sofreu sua última desvalorização, decorreu um período de tranquilidade do SME. As diferenças entre as taxas de inflação dos países membros diminuiriam consideravelmente, o que fez com que os ajustes nas paridades cambiais fossem menos recorrentes.

Nos anos de 1987 e 1988, a integração europeia continuou a se aprofundar. A taxa de desemprego estava na faixa de dois dígitos, e havia o medo por parte dos produtores europeus em não conseguirem competir com os produtores americanos e japoneses. Isso deu um impulso à integração, uma vez que a aceleração do processo passou a ser uma forma também de fazer com que os produtores do continente se abrissem mais a competição, se aproveitassem das economias de escala, e pudessem ser competitivos e vender mais seus produtos para o exterior (EICHENGREEN, 2012, p. 2019).

As condições econômicas se tornaram mais favoráveis e os movimentos políticos também. A França aceitou a condição de dar uma maior importância para os mecanismos de mercado e da desregulamentação para conseguir entrar de acordo com a Alemanha, respeitando as tendências internacionais de globalização. A França continuava tentando, no entanto, influenciar as medidas econômicas do *Bundesbank*. O país entendeu que a única forma de influenciar as políticas econômicas, deveria ser por meio da transferência da tomada de decisão do nível nacional para o nível supranacional entre os países, criando, assim, uma União Econômica e Monetária (UEM), a partir do estabelecimento de um Banco Central Europeu (SZÁSZ, 1999, p. 108).

Assim, quando Delors assume a presidência da Comissão Europeia, esse ponto passa a ser cada vez mais defendido. A Alemanha, surpreendentemente, reage com simpatia à proposta francesa. O ministro das Relações Exteriores alemão, Genscher, afirmou que estaria disposto a substituir o SME por uma União Monetária em troca de uma aceleração também política do processo de integração, para que a Alemanha pudesse ter um papel mais expressivo na política externa do continente. Dessa forma, a Comissão Delors foi criada, formada pelos presidentes dos Bancos Centrais dos países da CEE, um representante da Comissão da CEE, e três especialistas independentes. No relatório Delors, estava prevista a adoção de uma união monetária em um prazo de 10 anos, através de uma transição gradual, assim como estava previsto no relatório Werner. A comissão Delors também era explicitamente a favor da centralização monetária, em que os bancos centrais nacionais seriam apenas braços operacionais de um futuro Banco Central Europeu (EICHENGREEN, 2012, pp. 221-222).

## 2.4. O Tratado de Maastricht

As diversas conferências de cúpula da Comunidade Econômica Europeia por conta da discussão do cronograma da implementação da UEM fizeram com que os membros se reunissem finalmente em Maastricht, na Holanda, em dezembro de 1991, onde ocorreu a principal reunião que definiu o destino da Europa (OVERTVELDT, 2012, p. 31). O Tratado de Maastricht seria assinado em 7 de fevereiro de 1992, com uma estrutura para uma nova união política, econômica e monetária para a Comunidade Europeia.

No Tratado de Maastricht, a transição para a União Econômica e Monetária estava prevista em três estágios. No Estágio I, iniciado em 1990, os Estados deveriam eliminar seus controles de capital. É importante destacar que países como a Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha poderiam manter seus controles de capital após esse período, e outros países poderiam readotar esses controles por períodos de menos de 6 meses em casos de emergências financeiras. Nesse estágio os países também deveriam fortalecer a independência de seus Bancos Centrais e realizar outros alinhamentos domésticos com o Tratado (EICHENGREEN, 2012, p. 222).

No Estágio II, iniciado em 1994, as políticas nacionais deveriam se tornar cada vez mais convergentes. Foi criado o temporária Instituto Monetário Europeu (EMI), que estimulou a coordenação dessas políticas e planejou a transição para a união monetária. O Conselho de Ministros poderia decidir a qualquer momento, dadas as pré-condições, o avanço para o Estágio III, que seria a união monetária. Foi fixada uma data máxima, o final de 1996, em que uma reunião deveria ocorrer para a discussão sobre se os Estados estavam satisfeitos com o que havia sido feito até o momento. Se uma data para a transição não fosse definida até o fim de 1997, o Estágio III obrigatoriamente começaria em 1o de janeiro de 1999, mesmo se poucos Estados cumprissem as condições estipuladas. Quando a fase III entrasse em vigor, as taxas de câmbio dos países seriam fixadas irrevogavelmente. O Banco Central Europeu substituiria o EMI e seria responsável por executar a política monetária comum (EICHENGREEN, 2012, p. 223).

A Alemanha, como sempre, estava relutante em concordar com os prazos, e só o fez a partir do momento em que foi garantido que a UEM seria restrita aos países com histórico de estabilidade monetária. Por isso, o tratado especificou critérios de convergência para os países que quisessem entrar no Bloco, que são, segundo Krugman, Obstfeld e Melitz (2015, pp. 501-502): 1) Presença de uma taxa média de inflação que não ultrapassasse o patamar de 1,5% ao ano anterior da adesão à UEM; 2) estabilidade da taxa de câmbio, sem desvalorização da moeda

por iniciativa própria; 3) o déficit anual do país não poderia ser superior à 3% do PIB; 4) A dívida pública teria que ter o limite máximo de 60% do PIB.

O Tratado prevê o monitoramento contínuo dos pontos 3 e 4 mesmo após a admissão à UE, e também a aplicação de sanções à países que violarem essas regras e não corrigirem suas dívidas e déficits considerados excessivos. Isso faz com que se tenha, além da restrição da política monetária, uma vez que a emissão da moeda estaria nas mãos do BCE, também uma vigilância em relação à política fiscal dos países da UEM. Se um país endividado se encontra em uma recessão, ele não pode usar os mecanismos de política fiscal expansionista para recuperar a atividade por ela infringir os limites do acordo, como ocorreu na crise do Euro após 2010 (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ, 2015, p. 502).

Além disso, foi criado o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que em 1997, restringiu ainda mais a política fiscal dos países pertencentes à UEM. O PEC estabeleceu um objetivo orçamentário de médio prazo de situações próximas ao equilíbrio ou em superávit, além de definir imposição de sanções aos países que não conseguissem corrigir situações de déficits e dívidas considerados excessivos. Todas essas medidas que visavam manter a baixa inflação e contenção fiscal, foram tomadas pelos países de histórico mais ortodoxo, tendo como principal líder a Alemanha. Os alemães temiam que o euro pudesse ser uma moeda fraca e suscetível à movimentos inflacionários, como a Itália, Grécia, Portugal e Espanha. Também havia o receio de que o BCE sofresse pressão para comprar a dívida dos países em situações mais delicadas, o que alimentaria também a inflação e a oferta de moeda. Isso era, inclusive, um receio dos próprios eleitores dos países economicamente mais prudentes, de que esses governos teriam que pagar a conta dos considerados “irresponsáveis” (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ 2015, p. 502).

Em maio de 1998, onze países da UE satisfizeram os critérios de convergência e se tornaram, então, membros fundadores da União Econômica e Monetária: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal e Espanha. A Grécia conseguiu se qualificar apenas em 2001. A Eslovênia entrou em 2007, Chipre e Malta em 2008, a Eslováquia em 2009, a Estônia em 2011 e a Letônia em 2014, também aderiram ao Euro (KRUGMAN; OBSTFELD; MELIZ, 2015, p. 503).

### 3. A CRISE DA INTEGRAÇÃO

Nesse capítulo, será apresentada a teoria econômica por trás da integração monetária europeia: a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas. Também será analisado como se deram os primórdios da crise da Zona do Euro, e como foram os desdobramentos desta, a partir da crise dos *subprimes* norte-americanos<sup>6</sup>. Com isso, primeiramente, será apresentada como se deu a convergência das diferentes categorias de países para o euro, a partir de indicadores econômicos retirados do trabalho de Diniz e Jayme Jr. (2012). Depois, será explicitado o período de expansão econômica que se deu entre 2000 e 2007, e qual foi a natureza dessa expansão. A crise da Zona do Euro também será analisada em um diferente tópico.

#### 3.1. A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas:

Nesse tópico, iremos abordar a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, que foi o arcabouço teórico por trás da ideia da construção da Zona do Euro e do Banco Central Europeu, a partir dos trabalhos de Krugman, Obstfeld e Melitz (2015, pp. 503-510).

É importante estudar essa teoria para entender as limitações institucionais da Zona do Euro, que já existiam historicamente, mas que ficaram mais evidentes após a crise de 2008, quando as assimetrias entre os países mais ricos e mais pobres do Bloco se mostraram de forma mais contundente.

A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO) trata dos ganhos e das perdas que uma economia pode ter ao adentrar em uma União Monetária. Ao considerar um país individual, deve-se analisar quais são os custos e os ganhos que ele terá a partir da ação de abandonar sua própria moeda e adquirir uma diferente.

---

<sup>6</sup> Em agosto de 2007, começa uma crise imobiliária nos Estados Unidos, em decorrência da elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e ativos financeiros associadas a hipotecas de alto risco (subprime). Isso fez com que todo o sistema internacional passasse a ter uma maior aversão ao risco e que acontecesse uma deterioração do crédito em nível global. A liquidez que existia nos Estados Unidos foi responsável por gerar uma onda de valorização dos ativos imobiliários, viabilizada pela utilização de produtos financeiros derivados de crédito, por isso, chamados de derivativos (BORÇA JR., TORRES FILHO, 2008, p. 129). Cidadãos americanos conseguiam financiar um imóvel tendo como garantia outro, que já havia sido hipotecado. Quando os juros ao consumidor sobem, a bolha estoura, uma vez que muitos dos empréstimos eram concedidos sem garantias palpáveis, levando a uma crise de inadimplência, que teve como resultado a quebra de diversas instituições financeiras importantes, enquanto outras foram resgatadas pelo governo americano (PECEQUILO, 2014, p. 99).

Primeiro, analisaremos os benefícios: o principal deles é que taxas de câmbio fixas simplificam os cálculos econômicos e, em comparação com o câmbio flutuante, oferece uma base mais previsível para as decisões que envolvem transações internacionais. Há também um ganho de eficiência monetária com a adesão a um sistema de câmbio fixo, o que evita incertezas, custos de transação e cálculo que podem surgir quando o câmbio flutua (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ, 2015, 504).

É difícil medir qual é o ganho de eficiência exato que faz com que seja mais vantajoso aderir a uma Zona Monetária, mas é fato que o ganho é maior conforme forem maiores as trocas comerciais entre os países. “Um alto grau de integração econômica entre um país e uma área de taxa de câmbio fixo aumenta o ganho de eficiência monetária que o país colhe quando ele corrige sua taxa de câmbio em relação às moedas da região” (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 505). Isso tudo se o nível de preços da zona monetária for estável, e se os agentes econômicos aceitarem plenamente a aderência a nova moeda.

Porém, mesmo se a área tiver baixa inflação, a aderência pode envolver custos. Isso acontece porque o país abandona a sua política cambial e monetária, que muitas vezes tem a finalidade de estabilizar os níveis de renda e emprego do país. Para estimar os custos de uma área monetária integrada, deve-se calcular como ela afetará e quão danosa será a perda dos instrumentos de política econômica para determinado país. Por exemplo, se há uma queda na demanda e isso é acompanhado de um movimento similar dos outros países do bloco, não há grandes problemas. Um problema sério é deflagrado quando um Estado enfrenta sozinho uma queda na demanda. Quando isso acontece, por conta da falta de instrumentos para amenizarem o choque, a única opção de ajuste é a queda do nível de preços e dos salários dos trabalhadores (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 506).

Novamente, a gravidade da queda depende do nível de integração econômica entre a economia nacional e as outras da união monetária. Uma maior integração, novamente, faz com que a queda seja mais rasa e o ajuste seja menos oneroso, pois uma pequena redução em seus preços leva a um aumento da demanda da zona pelas suas mercadorias, o que faz com que o equilíbrio seja restaurado, em teoria. Outro ponto é que, se os mercados de capitais e a mão de obra do país for muito integrado com as outras economias do bloco, os trabalhadores desempregados podem mudar-se para encontrar outros trabalhos. A oportunidade dos trabalhadores em se mudar para o exterior reduz o choque do desemprego no país.

Com isso, para tomar a decisão de se entrar ou não em uma União Monetária deve-se analisar conjuntamente os ganhos e os custos disso, sendo vantajoso aderir a partir do momento que os ganhos superem as perdas. Ou seja, o ganho de eficiência monetária com a entrada no

bloco deve ser maior do que a perda que o país sofreria com a maior instabilidade no nível de preços, produção e empregos.

Além do mais, três outros elementos, além da integração econômica, devem ser considerados na análise: a similaridade da estrutura econômica entre os países, o federalismo fiscal e a união bancária. O primeiro deles, a similaridade da estrutura econômica, significa a similaridade dos bens produzidos no bloco. Os países da Zona do Euro não são tão diferentes em sua produção, e possuem um grande comércio intra indústria. No entanto, existem ainda algumas diferenças. Os países do chamado norte da Europa possuem maior disponibilidade de capital a ser investido e uma oferta de mão de obra mais qualificada que os países do sul. Estes, por sua vez, possuem mão de obra menos qualificada e menos capital disponível. Isso faz com que seja mais fácil com que se tenham choques assimétricos entre as diferentes economias.

O segundo ponto, o federalismo fiscal, significa a capacidade de transferir recursos das economias mais saudáveis para as menos. Usando como exemplo os Estados Unidos, os estados que não possuem recursos suficientes acabam recebendo apoio de Washington na forma de benefícios e pagamentos federais que acabam saindo dos impostos de outros estados. Isso ajuda a compensar a perda de estabilidade decorrente das taxas de câmbio fixas.

O terceiro ponto, da união bancária, diz respeito ao quão unificados são os sistemas financeiros dos países de determinado bloco. Em uma área em que os câmbios são fixos, mas que a regulamentação e supervisão das instituições financeiras continuam em âmbito nacional e possuem liberdade de transações transfronteiriças, seus sistemas financeiros tendem a ser menos estáveis do que aqueles totalmente centralizados. Qualquer desequilíbrio pode fazer com que ocorra uma corrida entre os bancos e aumentar as chances de crises monetárias.

Com isso, cabe fazer o questionamento de se a Zona do Euro é ou não uma Área Monetária Ótima (AMO). A integração econômica e o volume de comércio entre os países são pontos determinantes para definir se um país deve ou não se juntar a uma União Monetária. Na época do lançamento do Euro, em janeiro de 1999, a maioria dos Estados-Membros exportava entre 10% a 20% da produção para outros países membros, um volume relativamente grande. Porém, mesmo o volume de comércio tendo aumentado desde os anos 1990, o nível permanece inferior ao visto entre os diferentes estados dos EUA entre si. A partir desse ponto de vista, mesmo o comércio sendo grande, ele não é suficiente por si só para considerar a Zona do Euro uma Área Monetária Ótima (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 505).

Outro problema na Europa é a mobilidade dos fatores de produção. Mesmo sem os controles de fronteira, as diferenças linguísticas e culturais ainda são um empecilho para a mobilidade dos trabalhadores. Além disso, em alguns países da Europa, existe a exigência de que os trabalhadores estabeleçam residência antes de terem direito ao auxílio desemprego, o

que faz com que seja difícil para que se mudem para procurar emprego. Os trabalhadores mais móveis são os mais jovens e produtivos, e os mais estáticos são os próximos da aposentadoria. Isso acaba causando mais um problema para os governos em relação ao financiamento de suas aposentadorias, levando a um aprofundamento dos déficits fiscais aos países mais vulneráveis.

A respeito das outras considerações (a similaridade da estrutura econômica entre os países, o federalismo fiscal e a união bancária), que também são importantes de se analisar quando se tratamos dos custos e benefícios da formação de uma zona monetária, a União Europeia não é uma área monetária ideal com base em nenhum dos quesitos. Os membros da UE têm um mix de exportação muito diverso, o que faz com que tenham vulnerabilidades diferentes para os mesmos eventos econômicos. Em relação ao federalismo fiscal, mesmo com o BCE, este é muito limitado, uma vez que os choques específicos dos países não conseguem ser compensados pela entrada de recursos de outros membros. Em relação à estabilidade financeira, os poderes estão concentrados mais em nível nacional, não dando ao Eurosystema autoridade para supervisionar os mercados nacionais (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 505).

Todas essas características fazem com que a Zona do Euro não seja considerada uma Zona Monetária Ótima, que seria o ideal de ser alcançado antes que de fato existisse uma integração tão estreita entre as economias. Por conta dessas características, as chances de crises acontecerem são muito maiores do que se todos os critérios estivessem presentes. E foi o que de fato aconteceu. Quando o sistema financeiro mundial deu sinais de falha, a Europa acompanhou o movimento, sem os instrumentos necessários para que uma recuperação mais rápida pudesse ser perseguida. A partir disso, será analisado como se deu a crise da Zona do Euro, a partir da crise dos *subprimes* norte-americanos (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 510).

### 3.2. O período de expansão econômica (2000-2007):

Nessa seção, será analisado o período anterior a crise, onde foi observada a expansão econômica dos países da Zona do Euro, tendo como bibliografia principal o texto de Blikstad e Oliveira (2016), sobre a Teoria Minskiana da Instabilidade Financeira. Também haverá o diálogo com outros autores, como Borça Jr. (2010), e Johan Overtveldt (2012).

Por conta das políticas adotadas, e com a rápida convergência das taxas de juros de longo prazo entre os países dos PIIGS e os países mais desenvolvidos, as taxas dos países mais pobres foram levadas para o mesmo patamar dos países desenvolvidos e acabaram ficando mais

baixas. Isso mudou o padrão de referência dos rendimentos dos títulos da Zona do Euro, o que significou, em termos práticos, que os países mais pobres do Euro poderiam emitir dívidas em condições bastante atrativas (BLIKSTAD; OLIVEIRA, 2016, p.1).

Formou-se, então, um dos principais problemas da Zona: passou a se ter a falsa percepção de que a concessão de créditos para todos os países do bloco seriam as mesmas dos empréstimos domésticos, e com isso, foi criado um verdadeiro mercado de capitais na Zona do Euro. Houve retirada de barreiras entre os mercados de capitais, convergência das taxas de juros para níveis menores, além da criação de novos produtos financeiros. Isso potencializou a fragilidade financeira quando a crise eclodiu (BLIKSTAD; OLIVEIRA, 2016, p. 6).

Somado a isso, é importante ressaltar que uma das principais características do período de expansão foi a alta liquidez internacional, com uma grande expansão dos ativos e dos passivos externos dos bancos da Zona do Euro, o que fez com que os países ficassem cada vez mais interdependentes financeiramente. Parte da aquisição desses ativos foi feita pelos Bancos Centrais dos países dos PIIGS, o que também contribuiu a crise dos títulos soberanos. Houve um grande fluxo de capitais para os países menos desenvolvidos, o que financiou o consumo, os investimentos no setor imobiliário e de serviços (BLIKSTAD; OLIVEIRA, 2016, p. 6).

Segundo Borça Jr. (2010, p. 4), além da questão das taxas de juros, a adoção da moeda única, ancorada na credibilidade do marco, fez com que os países menos desenvolvidos da Europa experimentassem um aumento de poder de compra das famílias. Houve também uma redução nos custos de emissão da dívida pública, o que fomentou o crescimento da demanda doméstica. Segundo o autor, isso levou a uma perda de competitividade externa dessas economias, uma vez que os preços e salários nesses países aumentaram de forma superior aos ganhos de produtividade. Ocorreu uma elevação dos custos internos perante os parceiros comerciais. Com uma taxa de câmbio rígida, houve uma apreciação real das taxas de câmbio nacionais.

Além do mais, esses países menos desenvolvidos, que possuíam produção de bens de menor valor adicionado, foram paulatinamente perdendo mercado exportador para países em que o custo unitário do trabalho era menor, como a China e outros países asiáticos. Isso levou a um aumento do déficit em transações correntes e uma maior necessidade de financiamento externo nesses países.

Outra característica muito importante desse período foi o boom no setor imobiliário dos países menos desenvolvidos. Isso se deu graças a forte expansão do crédito nesses países, financiada em partes pelos fundos que fluíam tendo em vista financiar o déficit em transações correntes. Outro motivo também foram os juros baixos, e do maior crescimento econômico, proveniente da convergência com os países mais desenvolvidos. O preço das habitações

disparou e a atividade de construção civil passou a se elevar muito, principalmente na Grécia, Irlanda e Espanha. A política monetária comum e o desaparecimento do risco país criaram uma bonança imobiliária de curto prazo, enquanto os déficits orçamentários dos países eram alimentados (OVERTVELDT, 2012, p. 83-86)

Como já mencionado anteriormente, por conta da própria natureza da integração, se manifestaram dois padrões de crescimento desde o início dos anos 2000 até a crise: um, baseado no aumento de exportações, e outro, pela acumulação de dívida. Nos países periféricos, isso se deu através de bolhas de crédito barato.

No próximo tópico, será mostrado como essa estratégia do crescimento pelo endividamento se esgotou, provocando o “estouro” da bolha de crédito que mantinha as economias periféricas, de certa forma, acomodadas no arranjo europeu (VILLODRES, 2018, p. 5).

### 3.3. A crise (2008-2015):

Como uma grande característica do sistema financeiro atual é a estreita integração e interdependência entre os mercados globais, em 2008, a partir da crise imobiliária subprime nos Estados Unidos, a Europa também logo embarcou em uma. A crise nos EUA começou após o colapso da bolha especulativa do mercado imobiliário. Essa bolha fora alimentada pela expansão de crédito bancário, principalmente para tomadores que possuíam grandes chances de inadimplência, potencializada pelo uso de novos instrumentos financeiros (FAHRI, 2013, p. 40). Quando essa crise estoura, a repercussão foi negativa não só nos Estados Unidos, mas em todo o mundo.

Quando o Banco Lehman Brothers declara falência, por conta da recusa do Federal Reserve em socorrer a instituição, a confiança dos mercados financeiros foi gravemente afetada, uma vez que havia a forte convicção que o FED resgataria as principais instituições financeiras afetadas pelo estouro da bolha especulativa (FAHRI, 2013, p. 41).

Segundo Stiglitz, em tradução livre, a crise de 2008 foi uma crise da expansão de crédito:

Esta crise, como já constatei, é muito parecida com muitas que ocorreram no passado: ocorreu uma expansão excessiva do crédito, baseada em garantias imobiliárias. Em períodos de bonança, os valores dos ativos são muito altos, inflados por uma bolha. Os emprestadores começam a parecer mais ricos, e com isso, o banco pode emprestar mais. No boom, a inadimplência é baixa e os lucros dos bancos altos, e, portanto, o

banco também tem capacidade para emprestar mais. Quando os mercados se corrigem, os preços caem, a inadimplência sobe e os bancos não podem ou não querem mais emprestar tanto quanto antes. Quando os bancos cortam os empréstimos, a economia sofre. O resultado são mais empréstimos inadimplentes e a queda brusca dos valores dos ativos (Stiglitz, 2010, p. 158).<sup>7</sup>

A crise de 2008 se espalha rapidamente para a Europa por conta da compra, por parte de instituições bancárias e não bancárias europeias de títulos de alto risco vendidos por bancos norte americanos, nos períodos de bonança anteriores à crise. A Crise da Dívida Soberana deixa clara a instabilidade da articulação entre finanças liberalizadas e rígida institucionalidade da Zona do Euro (BLIKSTAD; OLIVEIRA, 2016, p. 1).

Segundo Borça Jr. (2010), a crise financeira internacional foi marcada por três fases distintas. Em um primeiro momento, em meados de 2007, o estouro da bolha levou a uma grande queda dos preços dos ativos ao redor do mundo. Depois, com o problema afligindo os grandes bancos de investimentos americanos, a liquidez global, que outrora fora abundante, passa a se contrair de forma abrupta, impactando de forma significativa a atividade econômica mundial. Com isso, os governos agiram e interviram com mecanismos fiscais e monetários anticíclicos, de forma a salvar os bancos e empresas da falência. Esse movimento impediu a contração ainda maior das economias.

Porém, no final de 2009, ocorre o terceiro momento da crise financeira, denominada de crise dos riscos soberanos. Na Europa, tudo começa na Grécia. Em outubro de 2009, George Papandreou, recém-eleito primeiro-ministro do país, admite que o déficit orçamentário era pelo menos o dobro do que os 6% do PIB anunciado pelo governo anterior. Logo descobre-se que o Banco de Investimentos Goldman Sachs, por meio de uma engenharia financeira, ajudara o governo grego a ocultar os números oficiais sobre o déficit orçamentário e a dívida pública do país. Isso fez com que os mercados reagissem mal (OVERTVELDT, 2012, p. 78).

Em 2010, como consequência do aprofundamento da crise internacional, os investidores passam a demandar cada vez mais juros para permanecer nos papéis gregos, o que fez com que o governo tivesse cada vez mais dificuldades de levantar fundos para cobrir esses papéis. No começo, parecia uma crise de liquidez, mas logo fica claro que não era apenas isso. Os mercados financeiros passam a assinalar que um país do bloco europeu está beirando a insolvência, o que

---

<sup>7</sup> No original: “This crisis, as I have noted, for all the new-fangled products, is very much like many that have occurred in the past: an excessive expansion of credit, based on real state collateral. In good times, asset values are too high, bloated by a bubble. Because the borrowers look wealthier, the bank can lend them more. In the boom, defaults are low and bank profits are high, so the bank has also the capacity to lend more. When markets correct themselves, prices come down, defaults rise, and the bank no longer is able or willing to lend as much as before. When the banks cut down on lending, the economy suffers. The result is more bad loans, and asset values fall even more.” (Stiglitz, 2010, p. 158).

levanta preocupações sobre países com condições similares dentro do bloco (OVERTVELDT, 2012, p. 89).

As perspectivas da crise se alastrarem para todos os outros membros do Euro era plena. Os políticos tentavam contornar essa situação, dizendo que fariam o que fosse preciso para estabilizar a moeda. Enquanto isso, Merkel, com o apoio da Finlândia, Áustria e Países Baixos dizia que não resgataria os países deficitários (OVERTVELDT, 2012, p. 90-91). O alto grau de endividamento público, perspectivas de baixo crescimento econômico, levaram ao rebaixamento dos ratings desses países, com a retirada da condição de investment grade (BORÇA JR., 2010, p. 2).

Com o aumento do spread de todos os PIIGS, o custo de financiamento da dívida pública se tornou insuportável. No caso da Grécia, com o aprofundamento da crise no país, uma hora os outros membros perceberam que o Estado não conseguiria suportar os custos e declararia falência. Então, um pacote de 110 bilhões de euros foi aprovado para tentar resgatar o país – 80 bilhões dos países da Zona do Euro, e 30 bilhões do FMI, mesmo com as cláusulas do Tratado de Lisboa, que não permitiam “operações de Socorro” (OVERTVELDT, 2012, p. 91).

Esse acordo demandava que a Grécia controlasse sua dívida pública, a partir do corte de gastos e aumento de impostos. O governo grego também estava obrigado a adotar medidas de melhora da competitividade interna e melhorar os dados econômicos. O pacote permitia que a Grécia se financiasse sem retornar ao mercado até 2012 (OVERTVELDT, 2012, p.91).

Essa estratégia, no entanto, segundo Overtveldt (2012, p. 91), estava fadada ao fracasso. Reduções nos gastos públicos, combinadas com aumento de impostos aprofundariam a recessão, causariam desemprego e ainda aumentariam o déficit orçamentário. Foi o que aconteceu. Segundo o autor, a principal maneira de interromper esse círculo vicioso é, tradicionalmente, através da desvalorização cambial, o que estimula as exportações e aumenta a produção interna. No entanto, em uma união monetária, isso não é uma opção.

Mesmo com o pacote de 110 bilhões, os mercados financeiros continuavam receosos em relação a Grécia, e o medo de que a crise se espalhasse para os outros países era cada vez mais latente. “A crise da dívida soberana continuava como se o pacote grego não existisse” (OVERTVELDT, 2012, p. 92). Ficou claro que eram necessárias mais alternativas para tentar salvar o euro, uma vez que as economias europeias são “too interconnected to fail”, ou seja, muito interconectadas para “falharem”. O calote por parte de um país traria consequências para todos os membros do bloco. Por isso, por mais que mecanismos de ajuda não estivessem presentes no Tratado de Lisboa, seria mais vantajoso ajudar os países mais fracos, do que deixar todo o sistema ruir (BORÇA JR., 2010, p. 3).

Com isso, sob extrema pressão dos mercados financeiros, os ministros das finanças dos 27 países do bloco, juntamente com representantes do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional – que ficaram conhecidos como a Troika -, criaram um plano de socorro maciço de 750 bilhões de euros e composto de três camadas: 1) a criação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), que visava levantar 440 bilhões de euros a partir de garantias dos países membros, e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), que seria uma linha de crédito supranacional administrada pela Comissão Europeia; 2) o empréstimo de 250 bilhões de euros fornecidos pelo FMI; 3) o compromisso do BCE em intervir para evitar rupturas de mercado e calotes injustificados (OVERTVELDT, 2012, p. 92-93).

Esses acordos ajudariam os países apelidados de PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), que foram contaminados pela crise grega, a financiar suas dívidas até o ano de 2013. Em contrapartida, a Troika exigia compromissos com a estabilidade fiscal para a retomada da confiança dos mercados financeiros e para que o Euro pudesse voltar a se estabilizar no período pós crise. Isso implicava em, basicamente, políticas de austeridade, tendo em vista a diminuição do déficit e da dívida pública desses países (que se encontravam em níveis maiores do que era suportado de acordo com as políticas de convergência de Maastricht). Os governos também deveriam aumentar a arrecadação tributária, na tentativa de reverter déficit e financiar o próprio governo (OVERTVELDT, 2012, p. 93).

No próximo capítulo, será feita a análise gráfica do PIB dos países da Zona do Euro e poderá ser melhor observado o comportamento agregado e individual das economias pertencentes à Zona do Euro perante a crise. Esses pontos serão abordados de forma mais específica no próximo tópico.

## 4. IMPACTO DA CRISE NO CRESCIMENTO DOS PAÍSES

Neste módulo, será estudada a crise da Zona do Euro de uma perspectiva macroeconômica e de crescimento do Produto Interno Bruto. Analisaremos graficamente as séries temporais e calcularemos as taxas de crescimento instantâneas do PIB trimestral dos países pertencentes à Zona do Euro, além de seus desvios-padrão, com intuito de analisar qual foi o impacto da Crise da Dívida Soberana no crescimento dos países. Haverá, também, a junção das análises gráficas e quantitativas com a teoria, já apresentada no capítulo 3.

### 4.1. Metodologia:

A partir de todo o panorama histórico de construção da União Europeia, da Zona do Euro e de sua crise, agora será feita uma análise gráfica e quantitativa do impacto da crise da Zona da Dívida Soberana na taxa de crescimento dos países do Bloco, através das séries históricas do PIB dos países pertencentes à Zona do Euro.

Os dados utilizados foram retirados do site *Eurostat*, que fornece estatísticas gerais para os países da União Europeia. Foram selecionados os dados de PIB (tabela *GDP Main Components*), de todos os países da Zona do Euro, além do agregado (19 países - pós 2023) da ZE. Nossa base de dados, então, possui 19 países e o agregado da Zona do Euro. Os dados foram retirados da base em milhões de Euros, no entanto, foram transformados em bilhões para facilitar a visualização gráfica. Os valores são trimestrais, em volumes encadeados (índice = 2010). A série possui início no 1T de 2000 e acaba no 4T de 2019. O software estatístico utilizado para realizar todas as transformações necessárias foi o R Studio. Para transformar os dados em séries temporais, foi utilizada a função *ts*, do pacote nativo *stats*.

Para fazer a análise gráfica das séries temporais, estas foram dessazonalizadas, uma vez que o principal objetivo foi analisar os efeitos da crise na tendência. Foi utilizada a função *decompose*, também do pacote *stats*, para separar a tendência, sazonalidade e componente aleatório. Para dessazonalizar as séries, é necessário que seja subtraída da série temporal a sazonalidade, e assim foi feito. Para representar os gráficos dessazonalizados, utilizamos a função *ggplot*, do pacote *ggplot2*, desenvolvido por H. Wickham.

A segunda parte da análise foi a das taxas de crescimento, onde dividimos as séries temporais dos países em 3 períodos, sendo o denominado “Período Pré Crise”, o período de

2000 a 2008, o “Período da Crise”, de 2009 a 2014 e o “Período Pós Crise”, de 2015 a 2019. A explicação do porquê a divisão foi feita nesses períodos específicos é feita na seção seguinte.

Para obter as taxas de crescimento dos três períodos, foi utilizado o modelo de regressão semilogarítmico “*log lin*”. De acordo com Gujarati e Porter, no livro “Econometria Básica”, o logarítimo de uma variável  $Y_i$  pode ser representado por:

$$\ln Y_i = \beta_1 + \beta_2 t + \mu_t$$

Nesse modelo, os parâmetros  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são lineares, assim como qualquer outro modelo de regressão linear.  $\mu_t$  é o termo de erro. É chamado de modelo semilogarítmico porque apenas uma das variáveis (nesse caso, o regressando Y), está em forma logarítmica.

A propriedade principal desse modelo é que o coeficiente angular mede a variação proporcional ou relativa constante em Y para uma dada variação absoluta no valor do regressor (a variável tempo – t), logo:

$$\beta_2 = \frac{\text{variação relativa no regressando}}{\text{variação absoluta no regressor}}$$

Quando multiplicada a variação relativa de Y por 100, teremos a variação percentual ou taxa de crescimento de Y para uma variação absoluta em X. Ou seja,  $\beta_2$  multiplicado por 100 resulta na taxa de crescimento de Y (GUJARATI, PORTER 2011, p. 180).

Dessa forma, para obtermos o  $\beta_2$ , rodamos três modelos de regressão linear, através da função *lm*, do pacote *stats*, para os três diferentes períodos (1, 2 e 3), para melhor observarmos qual foi a taxa de crescimento instantânea (em um ponto no tempo) dos países nos três diferentes períodos. A partir da taxa de crescimento dos países, também calculamos os desvios padrão, para entendermos a variabilidade dos dados.

Segundo Morettin e Bussab (2010, p. 38), a variância de uma amostra pode ser obtida pela seguinte fórmula:

$$\text{var}(X) = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n}$$

Sendo:

$X_i$  = valor observado

$\bar{X}$  = média amostral

$n$  = número de observações na amostra

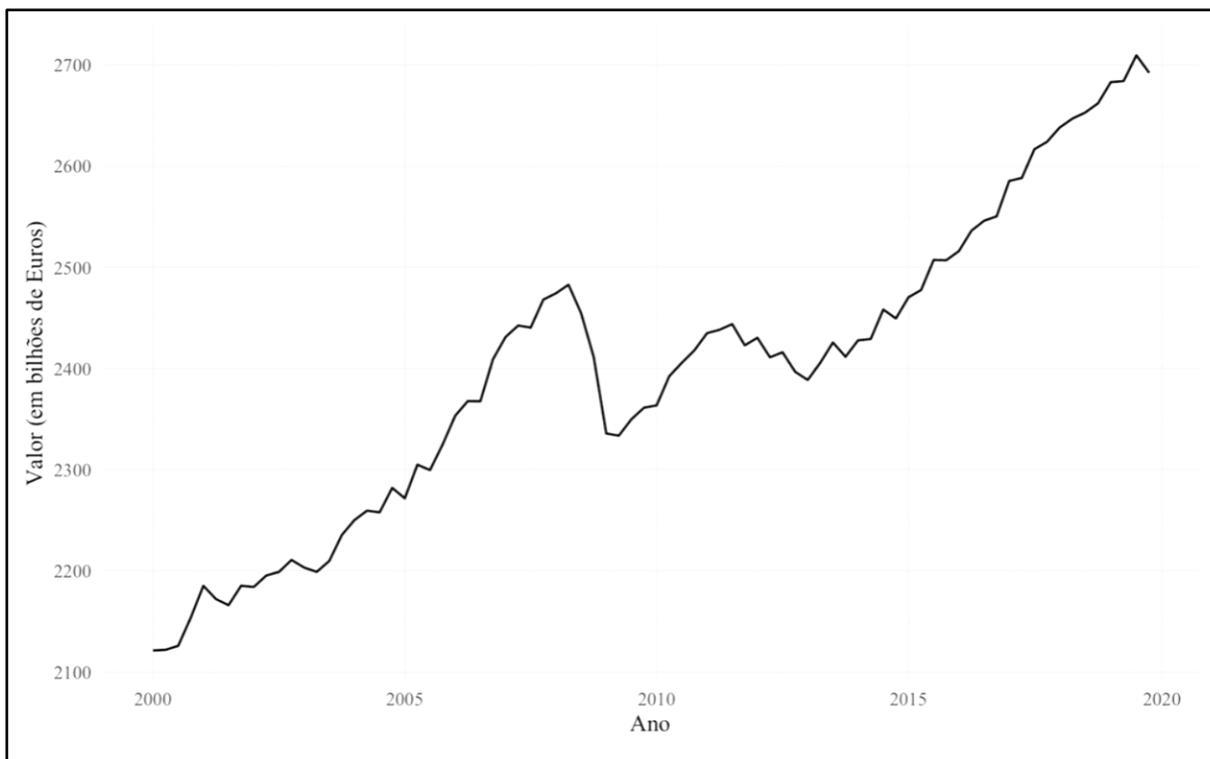
No entanto, sendo a variância uma medida de dimensão igual ao quadrado da dimensão dos dados (exemplo, se os dados estão em m, a variância será expressa em  $m^2$ ), isso pode levar a problemas de interpretação. Dessa forma, usa-se o desvio padrão, que é a raiz quadrada positiva da variância.

$$dp(x) = \sqrt{\text{var}(X)}$$

Essa medida de dispersão indica em média, qual o “erro”, ou desvio, cometido ao tentar substituir cada observação pela medida resumo dos dados. No nosso caso, a taxa de crescimento instantânea, que seria uma medida “média” de nossos dados, por período (MORETTIN, BUSSAB, 2010, p. 39). Nesse trabalho, os desvios padrão foram calculados a partir da fórmula *sd*, também do pacote *stats*.

#### 4.2. Análise de resultados:

Como mencionado na seção acima, agora será feita a análise da crise da Dívida Soberana alterou a tendência das taxas de crescimento dos países pertencentes à Zona do Euro. A variável macroeconômica escolhida para a análise foi o Produto Interno Bruto, uma vez que esse indicador mede todos os bens e serviços produzidos em uma economia em um dado período (KRUGMAN, OBSTFELD, MELITZ, 2012, p. 9), ou seja, é um bom indicador geral de atividade econômica do país. Começaremos observando o comportamento do PIB agregado de todos os países pertencentes à Zona do Euro (países pertencentes ao bloco em 2021).

**Gráfico 1** – PIB trimestral dessazonalizado da Zona do Euro

Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

No Gráfico 1, pode-se observar uma tendência sistemática de crescimento na série temporal. Ao observar a linha que representa a taxa de crescimento, é possível perceber diferentes "inclinações", de acordo com o período analisado. Entre os anos de 2000 e 2008, ocorre um rápido crescimento do PIB, evidenciado por uma inclinação mais vertical da linha. Consideraremos esse primeiro período (2000-2008), como o “Período pré-crise”.

De acordo com Blikstad e Oliveira (2016, pp. 6-7), conforme já exposto neste trabalho no Capítulo 3.3, o período do ano 2000 até o ano de 2007 pode ser considerado o período de expansão econômica da Zona do Euro. Neste trabalho, por estarmos dividindo os períodos de acordo com a análise gráfica, consideraremos como o “Período Pré-Crise”, ou período de expansão econômica, o período entre 2000 e 2008.

Para caracterizar melhor esse período, será feita uma retomada ao que já fora discutido nas seções anteriores. Com a constituição da Zona do Euro (ZE), em 1999, houve uma rápida convergência das taxas de juros dos títulos dos países dos PIIGS e dos países desenvolvidos do Bloco. Esse processo levou a uma queda nas taxas de juros dos PIIGS, dando-lhes a vantagem de emitir dívidas a partir de uma moeda comum, em condições atrativas. Houve a retirada de barreiras entre mercados financeiros nacionais, o que levou a um forte fluxo de capital dos países centrais para os PIIGS. Os bancos dos países da ZE passaram a ser cada vez mais interconectados. Houve expansão acelerada do consumo, do setor de serviços e imobiliário dos

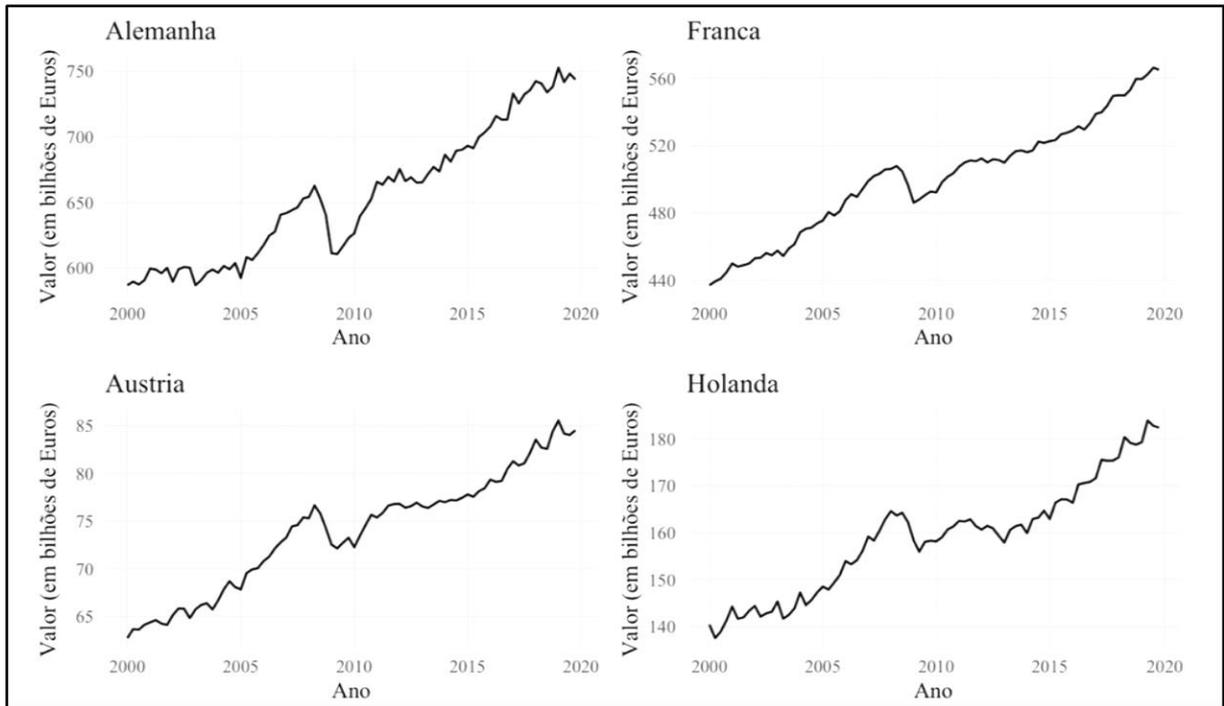
PIIGS (BLIKSTAD, OLIVEIRA, 2016, pp. 6-7). Essa é a caracterização geral do Período Pré Crise.

Também de acordo com Blikstad e Oliveira (2016), após a quebra do Banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, percebe-se uma alta instabilidade no comportamento dos bancos europeus. Há uma diminuição da exposição externa, aumento dos ativos com maior liquidez, diminuição de emissão de títulos de dívida etc. Esse comportamento bancário demonstra que a instabilidade já começara na Zona do Euro. De acordo com nossa análise gráfica, a partir de 2009, há uma queda significativa do PIB da ZE. Posteriormente, observa-se uma recuperação gradual, mas até 2014 o crescimento ocorre de forma mais lenta. O segundo período (2009-2014), será denominado “Período da crise”.

A partir de 2015, o PIB volta a crescer em um ritmo acelerado, indicando uma retomada do crescimento econômico. Esses diferentes padrões de inclinação da linha ao longo do tempo refletem variações na taxa de crescimento do PIB e fornecem *insights* sobre as flutuações econômicas ao longo do período analisado.

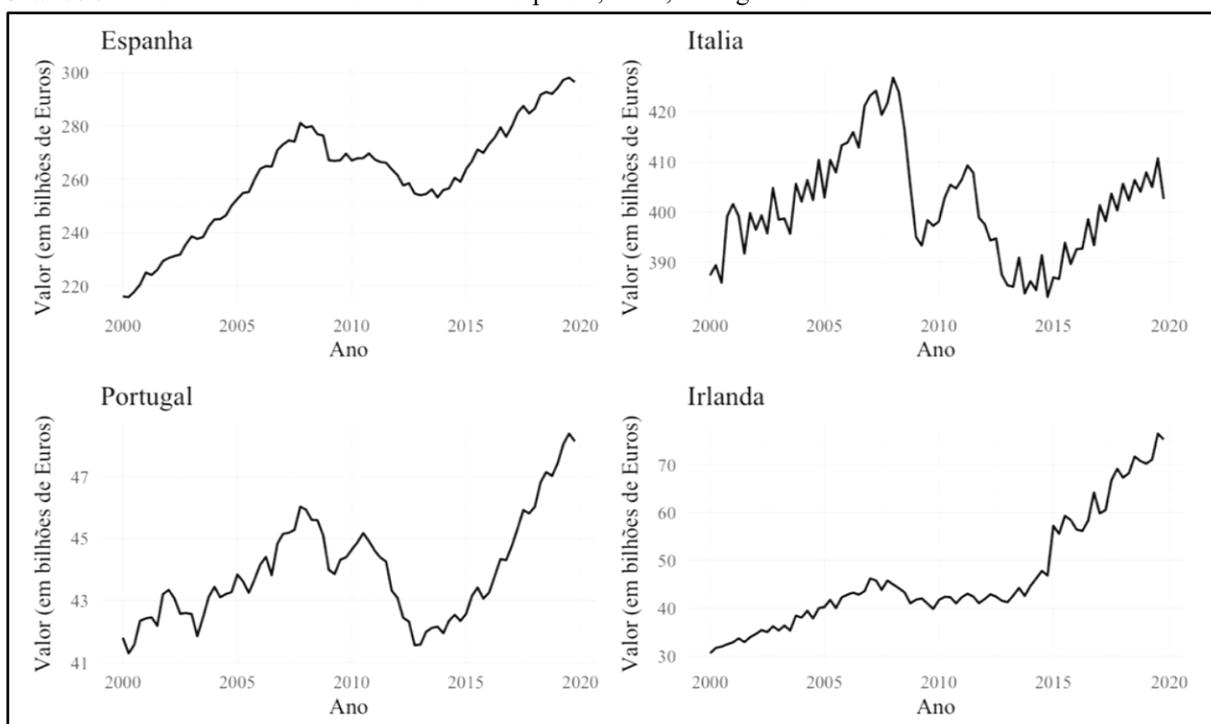
Agora, serão representadas graficamente as séries históricas do PIB de todos os 19 países pertencentes à Zona do Euro (Áustria, Bélgica, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Portugal, Eslováquia, Eslovênia e Espanha). Os países foram agrupados, para serem apresentados em painéis, de acordo com algumas semelhanças entre si. Os PIIGS, que foram os mais afetados durante a crise, são representados juntos. Os países mais ricos também são representados juntos. Outros agrupamentos também foram feitos, até todos serem representados.

**Gráfico 2** – PIB trimestral dessazonalizado da Alemanha, França, Áustria e Holanda



Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

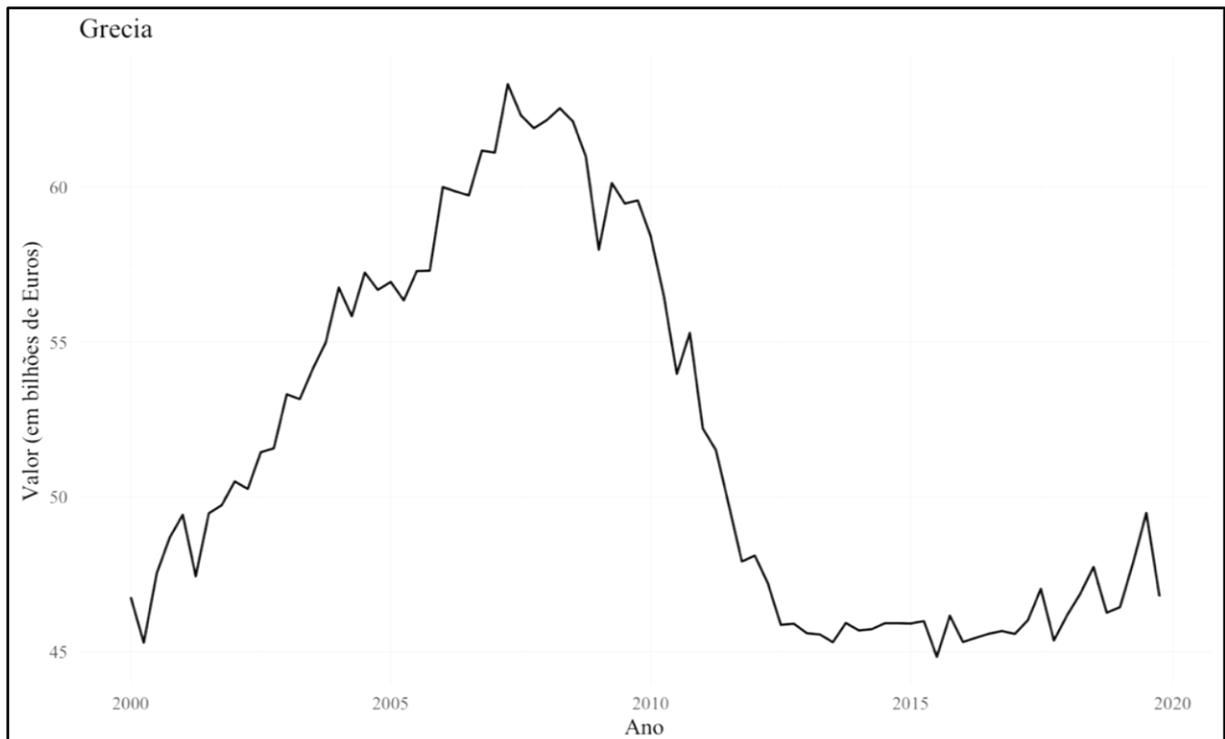
Nesse primeiro agrupamento de países, são representados os países mais desenvolvidos da ZE. Pode-se perceber que há uma tendência similar ao Gráfico 1. Há uma queda do Produto em 2009, mais abrupta para a Alemanha, mas também pode ser observada em menor grau para os outros países. Há o franco crescimento no Período 1, uma desaceleração no Período 2, e um retorno do crescimento no Período 3.

**Gráfico 3** – PIB trimestral dessazonalizado da Espanha, Itália, Portugal e Irlanda

Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

Com a observação do Gráfico 3, é possível perceber um movimento contrário ao dos países mais desenvolvidos, que tiveram uma queda do Produto na crise, mas depois logo voltaram a tendência de crescimento. No caso da Espanha, Itália, Portugal principalmente, houve a queda com a eclosão da crise (2008/2009), uma leve recuperação e depois, uma outra queda, ainda mais acentuada, por volta de 2013/2014. Já a Irlanda parece ter um comportamento de sua série mais parecida com os outros países do bloco.

Conforme já fora discutido na seção 3.4, para que os PIIGS conseguissem honrar seus compromissos financeiros, um pacote de resgate foi oferecido pela Troika. Porém, ela exigia compromissos com a estabilidade fiscal para a retomada da confiança dos mercados financeiros, ou seja, exigia políticas de austeridade e aumento da arrecadação tributária (OVERTVLDT, 2012, p. 93). Essas políticas levaram a uma queda no PIB, desde sua implementação, em 2011, até meados de 2015. Após esse período, observa-se uma recuperação econômica, provavelmente ligada à melhora dos parâmetros econômicos dos países.

**Gráfico 4** – PIB trimestral dessazonalizado da Grécia

Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

O Gráfico 5 representa a série histórica do PIB da Grécia. Assim como outros países analisados anteriormente, a Grécia também experimentou uma queda significativa em seu PIB em 2008/2009. No entanto, em comparação com os países representados no Gráfico 4, a Grécia não retomou seu crescimento econômico após 2015.

Para entender melhor a situação econômica da Grécia, é necessário um panorama mais profundo da teoria. Como discutido nos capítulos anteriores, houve um esforço por parte dos países europeus para aderir à Zona do Euro e estabelecer uma união monetária saudável, mesmo que a ZE, conforme descrito na seção 2.1., não possa ser considerada um Área Monetária Ótima. A Grécia, no início dos anos 2000, conseguiu um grande impulso econômico ao entrar na ZE, mesmo sem estar devidamente preparada, pois se beneficiou da credibilidade do Banco Central Europeu e da confiança dos investidores de que sua economia seria sólida. Esse boom econômico pode ser observado no gráfico acima, uma vez que o PIB grego cresce de cerca de 45 bilhões de Euros em 2000 para quase 65 bilhões em 2005/2006.

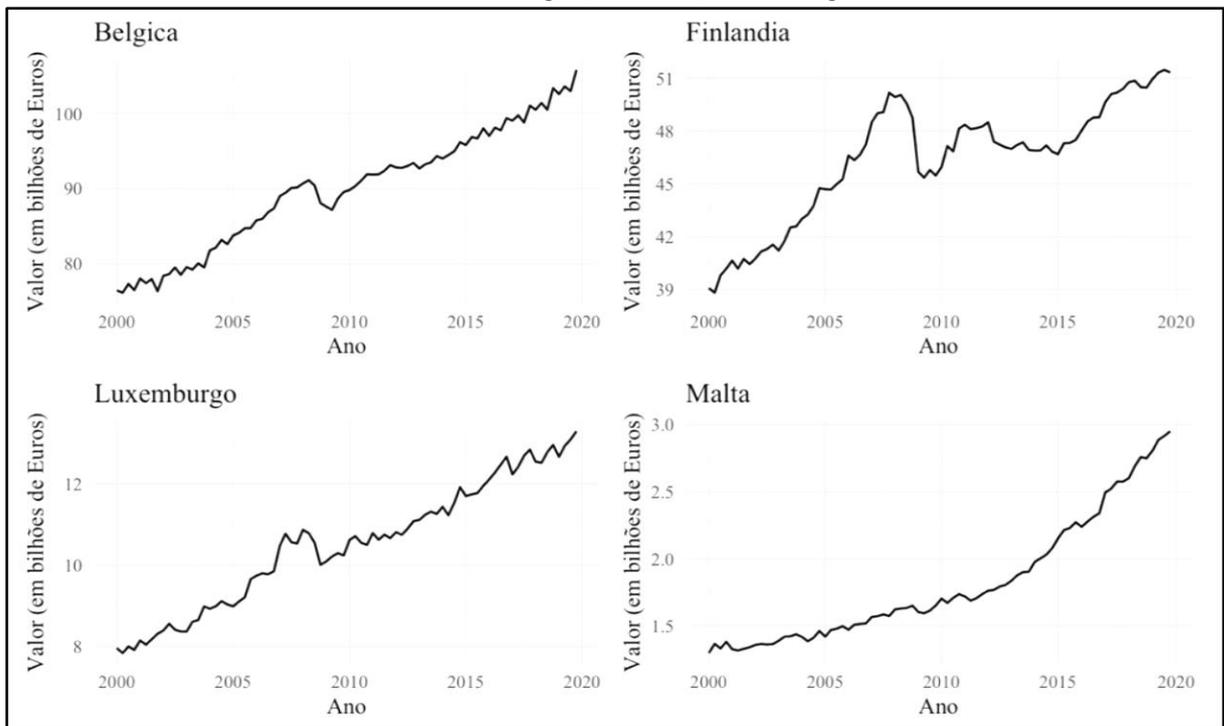
No entanto, quando a crise financeira nos EUA é deflagrada, ela logo se espalha para o resto do mundo. Na Europa, a crise se agrava em 2009, quando o recém-eleito primeiro-ministro grego admite que o déficit orçamentário era pelo menos o dobro dos 6% do PIB divulgado pelo governo anterior. Isso provocou um contágio que afetou outros países, especialmente os menos desenvolvidos do bloco (OVERTVELDT, 2012, p. 78). No gráfico 4, pode-se perceber que, a partir de 2010, a crise na Grécia se aprofundou consideravelmente. Embora essa tendência

também possa ser observada nos outros países PIIGS no Gráfico 3, a escala da crise na Grécia é muito mais significativa, não sendo vista a recuperação econômica a partir de 2015.

O pacote de medidas de resgate impostos pela Troika à Grécia causou uma estagnação econômica maior do que o que pode ser observado para os outros PIIGS. Isso ocorre, pois, a Grécia possuía fundamentos econômicos inferiores aos dos outros países (OVERTVELDT, 2012, p. 93). Até o momento, a Grécia não se recuperou totalmente e seu PIB ainda se assemelha ao que era observado há mais de 20 anos.

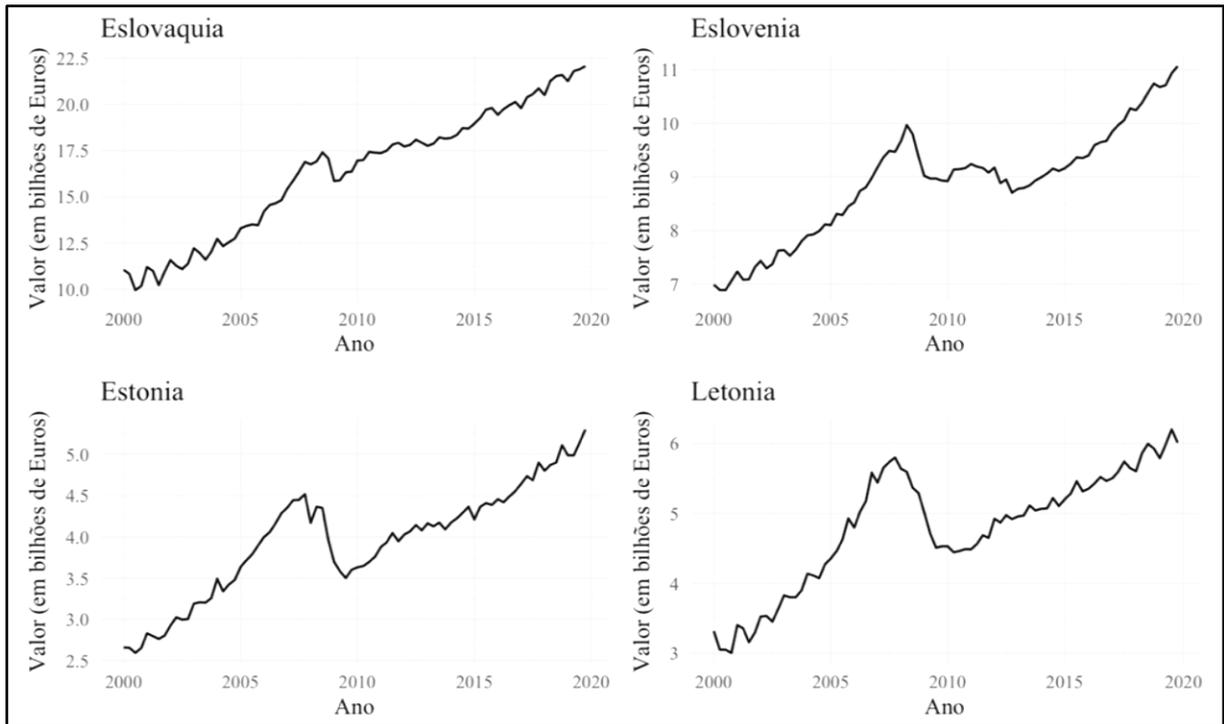
Desta forma, é evidente que a economia grega enfrentou desafios significativos ao longo dos anos, causados principalmente pela crise da dívida e pela entrada precipitada na Zona do Euro. Esses eventos tiveram um impacto duradouro no desempenho econômico do país, resultando em uma falta de recuperação substancial até o presente momento.

**Gráfico 5** – PIB trimestral dessazonalizado da Bélgica, Finlândia, Luxemburgo e Malta



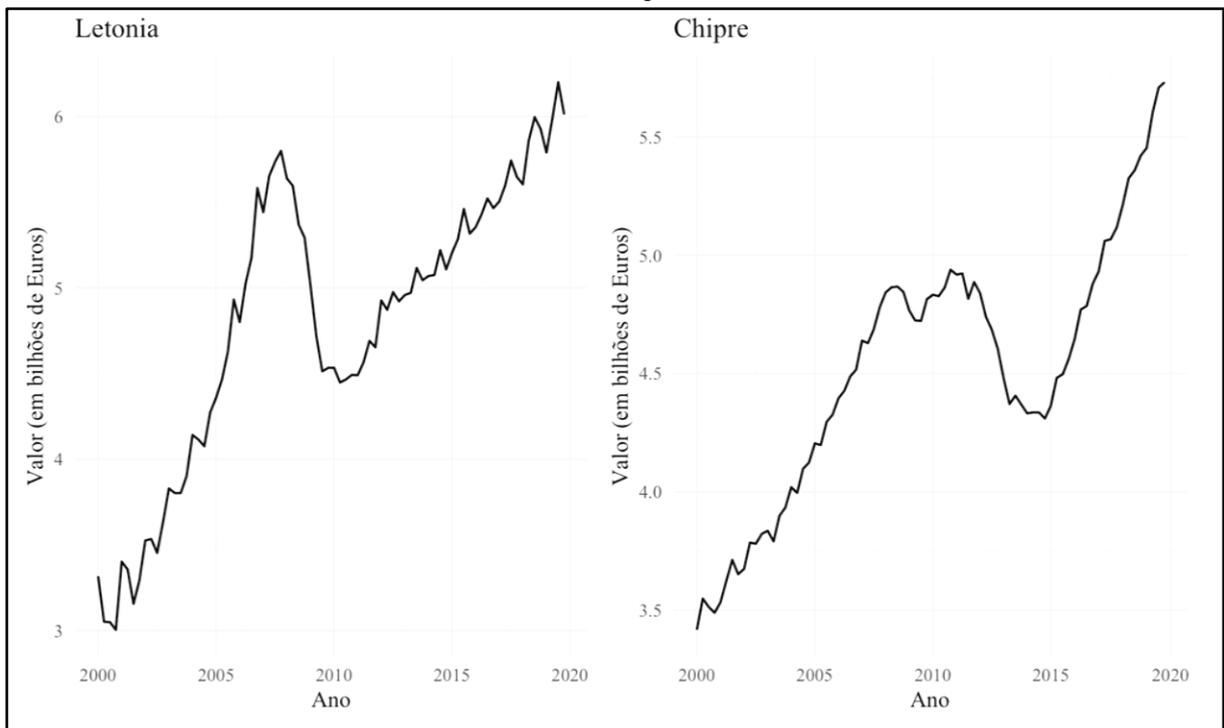
Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

**Gráfico 6** – PIB trimestral dessazonalizado da Eslováquia, Eslovênia, Estônia e Letônia



Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

**Gráfico 7** – PIB trimestral dessazonalizado de Letônia e Chipre



Fonte: Eurostat. Elaborado pela autora (2023).

Nos gráficos 5, 6 e 7, são apresentados os PIBs trimestrais dessazonalizados dos países restantes. Pode ser observado comportamentos parecidos com os outros países mais

desenvolvidos do bloco. Dessa forma, não será dado foco tanto na análise gráfica destes, uma vez que a análise do agregado já suporta a visão destas economias.

No próximo passo, serão analisadas as taxas de crescimento instantâneas e os desvios padrão dos países da ZE. Para esta análise, conforme demonstrado no tópico de metodologia, foi usada a função *lm* do R Studio para obter as taxas de crescimento instantâneas dos três períodos distintos, também já explicados.

A tabela abaixo mostra a taxa de crescimento média dos 19 países e o desvio padrão de seu crescimento:

**Tabela 1**– Taxa de crescimento instantânea e desvio padrão dos países da Zona do Euro:

País	Taxa de crescimento Período Pré Crise (%)	Taxa de crescimento Período da Crise (%)	Taxa de crescimento Período Pós Crise (%)	Desvio padrão Período Pré Crise	Desvio padrão período da Crise	Desvio padrão período pós crise
Zona Euro	0,475	0,184	0,499	0,0535	0,0228	0,0285
Alemanha	0,331	0,478	0,39	0,0415	0,0424	0,0218
Áustria	0,589	0,295	0,535	0,067	0,035	0,0329
Bélgica	0,57	0,335	0,442	0,0665	0,0411	0,0417
Chipre	1,067	-0,475	1,439	0,1156	0,0528	0,0762
Eslováquia	1,585	0,691	0,881	0,174	0,0741	0,0629
Eslovênia	1,074	0,055	1,098	0,1167	0,0296	0,0601
Espanha	0,817	-0,128	0,622	0,0898	0,0306	0,0379
Estônia	1,718	0,847	1,144	0,1887	0,0794	0,0691
Finlândia	0,785	0,086	0,488	0,0897	0,037	0,0385
França	0,449	0,264	0,459	0,0506	0,0265	0,0284
Grécia	0,946	-1,163	0,436	0,1067	0,1097	0,0560
Irlanda	1,131	0,975	1,897	0,1238	0,1033	0,1029
Itália	0,247	-0,16	0,278	0,036	0,0277	0,0214
Letônia	2,069	0,691	0,953	0,2315	0,0877	0,0832
Lituânia	1,904	0,975	1,183	0,2074	0,0973	0,0805
Luxemburgo	0,958	0,565	0,482	0,1052	0,0482	0,0322
Malta	0,666	1,233	1,871	0,0824	0,1051	0,0981
Holanda	0,493	0,145	0,583	0,0579	0,0242	0,0356
Portugal	0,27	-0,226	0,767	0,031	0,0288	0,0406

Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Na Tabela 1, no Período Pré Crise, percebe-se que países como Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Estônia, possuíam taxas de crescimento superiores à 1%. No entanto, cabe salientar que, nenhum desses países era membro da Zona do Euro no período completo de 2000 a 2008. A Eslovênia adentrou ao bloco em janeiro de 2007 e o Chipre, em janeiro de 2008. Os outros países só foram fazer parte da ZE posteriormente a esse período (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2023). Por serem países menores e economicamente menos robustos que muitos outros países europeus, ainda havia muito espaço para crescimento, ao contrário, por exemplo,

da Alemanha, Áustria, Holanda, que, nesse período, já eram economias mais sofisticadas e que, portanto, é natural que sua taxa de crescimento seja um pouco menos expressiva.

Já no Período da Crise, podemos perceber que, para quase todos os países, há uma diminuição da taxa de crescimento, principalmente por, conforme já fora discutido na análise gráfica, a queda acentuada do Produto por volta de 2009/2010 e o posterior crescimento pífio. Os casos mais extremos que podemos observar são dos países Chipre, Espanha, Itália, Grécia e Portugal, onde há uma taxa de crescimento negativa.

No Período Pós Crise, podemos observar uma virada de crescimento, tendo quase todos os países uma taxa mais alta do que o observado durante a crise, e, para alguns, até maiores do que no Pré Crise. Para a maioria deles, no entanto, há uma volta a um nível de crescimento semelhante ao que foi observado no Pré Crise. O destaque é da Irlanda, que, no pós crise, passa a ter um crescimento de quase 1,9%. Portugal também impressiona, tendo uma taxa negativa no período da crise de -0,226%, e no período posterior, um crescimento de 0,767.

Quanto maior o desvio padrão, há mais observações que se distanciam da média. No caso, podemos observar que no geral, há um baixo desvio padrão dos dados. No caso do período da crise, podemos perceber que, principalmente Grécia, Irlanda e Malta, possuem um desvio padrão maior.

## 5. CONCLUSÃO

Nessa monografia, foi analisada a construção da União Europeia, da Zona do Euro e a posterior Crise da Integração. A partir da análise teórica da crise, foi feito um aprofundamento desta, através da representação gráfica dos PIBs trimestrais dessazonalizados e das taxas de crescimento instantâneas, e pôde ser observado como a crise afetou a trajetória de crescimento dos países pertencentes ao bloco.

A partir da discussão feita neste trabalho, podemos concluir que a crise da Zona do Euro alterou as taxas de crescimento do PIB dos países pertencentes à Área Monetária. Essa mudança ocorreu principalmente durante a crise, onde, na maioria dos países, pode ser observada uma taxa de crescimento menos robusta. Após o período da crise (2015-2019), a maioria retomou a sua taxa de crescimento a um nível semelhante ao período pré-crise (2000-2008). A Grécia foi o único país que teve sua trajetória de crescimento totalmente alterada com a Crise da Dívida Soberana.

A partir da análise gráfica, foi observado que os países mais desenvolvidos do continente possuíram, no período de análise, um comportamento muito semelhante ao agregado da Zona do Euro, com uma queda durante o período da recessão, um crescimento mediano até 2014 e depois, uma retomada entre 2015 e 2019. Nos PIIGS, isso não pode ser observado de maneira clara, o que demonstra o impacto maior nesse grupo de países.

Dessa forma, retomando à pergunta central desse trabalho, de se houve uma mudança na trajetória das taxa de crescimento do PIB dos países pertencentes da Zona do Euro com a Crise da Dívida Soberana, a resposta é que sim, no período da crise, todos os países sofreram os impactos. Porém, após, apenas a Grécia se destacou negativamente, não recuperando seu produto em relação aos níveis anteriores até o final da série temporal, em no 4T2019.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

A DECLARAÇÃO Schuman de 9 de maio de 1950. **União Europeia**, History of EU. Disponível em: <[https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/1945-59/schuman-declaration-may-1950\\_en](https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu/1945-59/schuman-declaration-may-1950_en)>. Acesso em: 2 abr. 2023.

A NOSSA moeda. **Banco Central Europeu**, O Euro. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.pt.html>>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BLIKSTAD, N. M. D.; OLIVEIRA, G. C. A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana. In: **ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia. Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia**. 2016, 20p. Disponível em: <[https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files\\_I/i7-50f753ce7889d04f4ed6c4a9bb94bd15.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_I/i7-50f753ce7889d04f4ed6c4a9bb94bd15.pdf)>. Acesso em: 10 jun. 2023.

BORÇA JR., G. Os desdobramentos da crise internacional na Zona do Euro. **Visão do Desenvolvimento**, ed. 82, 7 jun. 2010. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/5105/1/Vis%C3%A3o82%20-%20Os%20desdobramentos%20da%20crise%20internacional%20na%20Zona%20do%20Euro.pdf>>. Acesso em: 2 abr. 2023.

BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

DEDMAN, M. J. **The Origins and Development of the European Union 1945- 1995: a history of European integration**. Taylor & Francis e-Library, 2001.

DE SANTIS, R. A. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal. Working Paper Series no. 1419, February 2012. European Central Bank. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>>. Acesso em: 2 jun. 2023.

DINIZ, A. S.; JAYME JR., F. G. Divergências Estruturais, competitividade e restrição externa ao crescimento: uma análise das limitações da Zona do Euro. In: **UFMG/CEDEPLAR. Texto para discussão n. 453**, 29 p., 2012. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rep/a/KMtkjxTvr4SqqD3cjM6Bbtq/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 3 abr. 2023.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital: uma história do Sistema Monetário Internacional**. 2 ed. São Paulo: Editora 34, 2012.

FARHRI, M. A crise e as inovações financeiras. In: Aloísio Sérgio Barroso; Renildo Souza (Org.). **A grande crise capitalista global 2007-2013: gênese, conexões e tendências**. 1ed. São Paulo: Editora Anita Garibaldi e Fundação Maurício Grabois, p. 35-75, 2013.

GDP MAIN COMPONENTS (Output, Expenditure, and Income). Eurostat. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ\\_10\\_GDP/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ_10_GDP/default/table?lang=en)> Acesso em: 1 jun. 2023.

GONZÁLEZ, A. H. **Unión Monetaria y crisis de la Zona Euro**. México, D.F: Universidade Federal Autónoma de México, Facultad de Economía, 2014.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. São Paulo: AMGH Editora Ltda, 2011.

H. Wickham. **ggplot2: Elegant Graphics for Data Analysis**. Springer-Verlag. New York, 2016.

HALL, P. A. **The economics and politics of the Euro Crisis**. German politics, Routledge. Volume 21, 2016, pp. 355- 371. Disponível em: <[https://scholar.harvard.edu/files/hall/files/hall2012\\_gp.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/hall/files/hall2012_gp.pdf)>. Acesso em: 31 out. 2019.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M.; MELITZ, M. J. **Economia Internacional**. 10 ed. Tradução: Anna Julia Perrotti-Garcia. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2015.

LOPEZ G., M.; RODRIGUEZ V., A.; AGUDELO G., Juan Pablo. Crisis de deuda soberana en la Eurozona. **Perf. de Coyunt. Econ., Medellín**, n. 15, p. 33- 58, Aug. 2010. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rep/a/KMtkjxTvr4SsgD3cjM6Bbtq/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 2 abr. 2020.

MOREIRA, E. M. Um olhar para a crise dos PIIGS. In: **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 38, n. 2, pp. 7-16, 2010. Acesso em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2442>>. Acesso em: 31 out. 2019.

OLIVEIRA, G. C.; MAIA, G.; MARIANO, J. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. In: **Pesquisa & Debate**, SP, v.19, n. 2 (34), pp. 195-219, 2008. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/rpe/article/view/7570>> Acesso em: 1 jun. 2020.

OVERTVELDT, J. **O Fim do Euro: a história da moeda da União Europeia e seu futuro incerto**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PAULA, L. F. de; SARAIVA; P. J. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. In: **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, n. 128, p. 19-32, jan./jun. 2015. Disponível em: <<http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/novo-consenso-macroeconomico-e-regime-de-metas-de-inflacao-revista-ipardes.pdf>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

PEREIRA, E. M. M. **Crise da Zona do Euro: Uma perspectiva de análise**. 2016.102 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, São Paulo, 2016. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/19694/2/Emelson%20Macedo%20Martins%20Pereira.pdf>> Acesso em: 10 jun. 2023

PECEQUILO, C. S. **A União Europeia: Os desafios, a crise e o futuro da integração**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PREVIDELLI, M. F. S. C. **Expansão e crise na União Europeia: Um olhar para a economia da Zona do Euro: 2000-2010**. 2014. 243 f. Tese (Doutorado em História Econômica) – Universidade de São Paulo. Programa de Pós-Graduação em História Econômica, São Paulo, 2014. Disponível em: < <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8137/tde-11062015->

141653/publico/2014\_MariaDeFatimaSilvaDoCarmoPrevidelli\_VOrig.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2020.

R Core Team (2021). R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. <<https://www.R-project.org/>>.

ROCHA, C.; ROUBICEK, M. “Qual o histórico das crises mundiais do petróleo”. 10 mar. 2020. In: **Nexo Jornal**. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/03/10/Qual-o-historico-das-criSES-mundiais-do-petroleo>>. Acesso em: 10 jun. 2023.

SANTOS, R. M. Prosperidade social e econômica europeia em tempos de crise: as relações entre a União Econômica e Monetária Europeia, a crise do euro e o declínio do modelo de desenvolvimento europeu. 88 f. Trabalho de Conclusão de Curso – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

SOBRE O PARLAMENTO. Tratado EURATOM. **Parlamento Europeu**, O PE e os Tratados. Disponível em: <<https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/pt/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/euratom-treaty>>. Acesso em: 10 jun. 2020.

SOUZA, J. L. de. O que é? Grau de investimento. **Desafios do desenvolvimento**, IPEA, ano 4, n. 38, p. 1-2, 10 dez. 2007. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=2142:catid=28&Itemid=23](https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2142:catid=28&Itemid=23). Acesso em: 3 nov. 2020.

STIGLITZ, J. E. **Freefall**: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy, Avarice Triumphs over Prudence. W. W. Norton & Company, 2010.

SZÁSZ, A. **The road to European Monetary Union**. London: Pelgrave Macmillan Press Ltd, 1999.