PORTUGAL, GRÉCIA, ITÁLIA E ESPANHA: UMA ANÁLISE DAS RAZÕES DAS CRISES DA DÍVIDA E ALTERNATIVAS PARA SUA SUPERAÇÃO

Leonardo Loureiro Nunes*

RESUMO

Neste artigo, em sua primeira parte, será realizada uma breve revisão da literatura da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas. Na segunda parte, será avaliado o desempenho macroeconômico dos países da periferia do euro (Portugal, Espanha, Itália e Grécia). A hipótese a ser apresentada é a da existência de uma relação entre o *deficit* na balança comercial desses países e um superávit correspondente por parte da Alemanha. Esses *deficits*, ocasionados pela falta de mobilidade de mão de obra, inflexibilidade de preços e salários, baixos custos unitários de trabalho na Alemanha em relação aos países citados, foram financiados via endividamento, colocando a Alemanha numa posição superavitária em relação a esses países. Por fim, serão apontadas brevemente algumas alternativas para a solução da crise do euro, que vão da criação de eurobônus a uma ruptura da zona monetária única.

Palavras-chave: teoria monetária; área monetária ótima; zona do euro.

PORTUGAL, GREECE, ITALY AND SPAIN: A NOTE ON THE ORIGINS OF DEBT CRISIS AND ALTERNATIVES TO SOLVE IT

ABSTRACT

Firstly, an abstract of the Optimum Currency Area Theory will be carried out. Secondly, macroeconomics performance of the euro zone periphery will be assessed (Portugal, Spain, Italy and Grece). The hypothesis presented is a relationship between the trade balance *deficit* of those countries and the German trade balance surplus. Those *deficits*, due to the lack of labor mobility, wages and prices inflexibilty, low unit labor costs in Germany when compared with those coutries, were financed by indebtedness, raising Germany to a surplus position. Afterwards, we will underscore some alternatives for the euro crisis, from the eurobonds creation to the disruption of the single monetary zone.

Keywords: monetary theory; optimum currency area; euro zone.

JEL: E12; E42; E44.

Boletim de Economia e Política Internacional, 15: 31-46 [2013]

* Economista, doutorando na Universidade de Paris 1 Panthéon-Sorbonne, bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) no Ipea.

1 INTRODUÇÃO

Neste artigo, em sua primeira parte, será realizada uma breve revisão da literatura da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas. Essa teoria surgiu após o fim do arranjo de Bretton Woods. Num primeiro momento, ela esteve voltada para a estabilidade cambial, mas posteriormente serviu como subsídio para a discussão sobre a adoção de uma moeda única. Na segunda parte, será avaliado o desempenho macroeconômico dos países da periferia do euro (Portugal Espanha, Itália e Grécia). A hipótese a ser apresentada é da existência de uma relação entre o *deficit* na balança comercial desses países e um *superavit* correspondente por parte da Alemanha. Esse *deficit*, ocasionado pela falta de mobilidade de mão de obra, inflexibilidade de preços e salários, baixos custos unitários de trabalho na Alemanha em relação aos países citados, foi financiado via endividamento, colocando a Alemanha numa posição superavitária em relação a esses países. Portanto, a crise da dívida está associada a um problema estrutural do arranjo da zona do euro, decorrente tanto da maior competitividade da Alemanha quanto da crescente importância da China nas importações do bloco, não necessariamente resultando de escolhas inconsistentes de políticas econômicas por parte dos países afetados. Por fim, serão apontadas brevemente algumas alternativas para a solução da crise do euro, que vão da criação de eurobônus a uma ruptura[1] da zona monetária única.

2 O DEBATE SOBRE A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E A VIABILIDADE DE SUA APLICAÇÃO À ZONA DO EURO

Mundell (1961), em artigo seminal, questiona a eficácia da flexibilidade da taxa de câmbio como instrumento de ajuste dos desequilíbrios de uma economia (manutenção do equilíbrio externo e pleno emprego) e analisa um regime cambial no qual países fixam a taxa de câmbio entre si, de forma a manter a estabilidade de preços relativos e permitir a integração da região. Dessa forma, para manter a economia em equilíbrio externo e pleno emprego, seria necessário atentar ao grau de mobilidade dos fatores de produção, quais sejam, trabalho e capital. O regime cambial ótimo derivaria do *trade-off* entre mobilidade dos fatores de produção e tamanho da região. A flexibilidade das taxas de câmbio só recuperaria sua eficácia para ajustar desequilíbrios externos e domésticos a partir de uma redefinição da base geográfica das moedas, o que seria possível por meio da união monetária de regiões homogêneas.

Numa região com diversos países que possuem uma moeda única, caso ocorra uma mudança na demanda dos bens de B para A, ter-se-á desemprego em B e inflação em A e um *superavit* no balanço de pagamentos em A. Para corrigir o desemprego em B, a autoridade monetária faz uma política monetária expansionista. Entretanto, esta medida agrava a tendência inflacionária em A. Portanto, o pleno emprego implica uma tendência inflacionária para regiões com uma moeda única (Mundell, 1961, p. 658).

Por sua vez, numa área com diferentes moedas nacionais, o nível de emprego nos países deficitários é estabelecido pela vontade dos países superavitários em aceitar mais inflação, enquanto numa região com muitos países e uma única moeda o ritmo da inflação é estabelecido pela vontade da autoridade monetária em aceitar desemprego nas regiões deficitárias (Mundell, 1961, p. 659).

1. Para uma discussão sobre os efeitos de uma possível desintegração da zona do euro, ver Lapavitsas *et al.* (2011).

O regime de taxa de câmbio flexível funciona bem quando há mobilidade interna da força de trabalho e falta de mobilidade externa. Mas se existe mobilidade externa, esse regime apenas funcionará se a moeda tornar-se regional. A premissa para adoção de uma moeda única é a alta mobilidade da força de trabalho. A questão é se a adoção de uma moeda única pode aumentar a mobilidade da força de trabalho em regiões com baixa mobilidade. A área monetária ótima é a região que possui alta mobilidade interna de mão de obra e baixa mobilidade externa. Se se conseguir dividir o mundo em áreas monetárias sob esse conceito, o sistema de taxas de câmbio flexível entre essas áreas pode corrigir desequilíbrios (Mundell, 1961, p. 661).

Do ponto de vista da mobilidade de fatores, seria desejável que houvesse inúmeras áreas monetárias e inúmeras moedas diferentes, pois "internamente" haveria maior mobilidade da força de trabalho. Entretanto, devem ser considerados os custos de transação da existência de muitas moedas e a estabilidade do mercado de câmbio, que é menor quando esse mercado é menos líquido. Esse fator é um dos condicionantes da existência de "grandes" áreas monetárias (Mundell, 1961, p. 662).

A questão do ajuste também deve levar em conta a inflexibilidade de preços e salários. Para responder a essa questão, Mundell toma por foco implicações do choque de mudança na demanda no mercado de trabalho. Com uma mudança na demanda dos bens de um país 2 para um país 1, há um excesso de oferta no mercado de bens e de trabalho do país 2. Além disso, há um excesso de demanda no mercado de bens e de trabalho do país 1. Se os preços e salários fossem perfeitamente flexíveis, os salários cairiam no país 2, reduzindo os preços dos bens; e os salários subiriam no país 1, aumentando os preços dos seus bens. A mudança nos preços relativos poderia contrapor-se à mudança nos gastos, restaurando o equilíbrio em ambos os países. Quando preços e salários são rígidos, a única forma de restaurar o equilíbrio é um movimento da força de trabalho do país 2 para o país 1. Assim, a demanda pelos bens do país 1, oriunda dos trabalhadores que migraram para lá, é "domesticada", ou seja, transforma-se numa demanda doméstica do país 1, e a demanda deles por bens do país 2 torna-se "internacionalizada", pois converte-se parte da demanda importada do país 1. Portanto, Mundell conclui que a mobilidade da força de trabalho define uma área monetária ótima. Ela pode conter vários países, mas apenas um mercado de trabalho unificado (Kenen, 2002).

McKinnon (1963) avança na ideia de "otimalidade" ao discutir a influência do grau de abertura da economia, isto é, a relação entre bens comercializáveis e não comercializáveis, o problema de conciliação do equilíbrio interno e externo, enfatizando a necessidade da manutenção da estabilidade de preços. O conceito de "ótimo" é utilizado para descrever uma área de moeda única dentro da qual as políticas monetária e fiscal e taxas de câmbio flexíveis com o resto do mundo podem ser utilizadas para dar a melhor solução para três problemas: *i)* manutenção do pleno emprego; *ii)* manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos; e *iii)* manutenção da estabilidade do nível de preços internos.

A flutuação na taxa de câmbio como resposta a alterações na demanda por importações ou exportações não é compatível com a estabilidade interna dos preços para economias com alto grau de abertura externa. Portanto, ao se mover no espectro das economias fechadas para as abertas, as taxas de câmbio flexíveis tornam-se menos efetivas como instrumento de controle para as contas externas e causam mais danos para a estabilidade interna dos preços. Para os que temem movimentos especulativos contra a taxa de câmbio no regime flutuante numa economia aberta, a fixação da taxa

de câmbio pode ser uma solução ótima. A adoção de políticas fiscal e monetária severas, que reduzam gastos reais em todos os setores, poderia melhorar imediatamente a balança comercial por meio da liberação de produtos do consumo doméstico para a exportação (McKinnon, 1963).

Além disso, as importações poderiam ser cortadas, e produtos importáveis produzidos internamente poderiam estar disponíveis para substituir as importações. A redução dos gastos nos setores de produtos não comercializáveis relativamente pequenos poderia inicialmente causar desemprego, que, a depender do grau de mobilidade dos recursos interindustrial e da flexibilidade de preços, poderia eventualmente ser transformado em mais produção nos setores de bens comercializáveis, o que possivelmente melhoraria a balança comercial no longo prazo. Quanto menor o setor de bens não comercializáveis, menor o impacto imediato na redução dos gastos reais no desemprego e na produção total; e mais eficiente a política de redução de gastos como instrumento para melhorar as contas externas (McKinnon, 1963).

Já no caso em que a produção de bens não comercializáveis é muito grande comparada com os importáveis e exportáveis nessa área, o arranjo monetário é o de fixar a moeda doméstica aos produtos não comercializáveis, isto é, fixar o preço da moeda doméstica em relação aos bens não comercializáveis e mudar o preço doméstico dos bens comercializáveis por meio da alteração da taxa de câmbio para melhorar a balança comercial. Dessa forma, por exemplo, uma desvalorização de 10% da moeda poderia causar um aumento de 10% dos preços domésticos, mas o efeito no índice geral de preços domésticos é muito menor do que no da economia com ampla abertura (McKinnon, 1963).

Segundo Kenen (1969), a principal implicação "infeliz" do argumento de Mundell é que a perfeita mobilidade inter-regional da mão de obra necessita da perfeita mobilidade ocupacional da mão de obra, ou seja, ela deve ser homogênea. Portanto, uma área monetária ótima normalmente é pequena e, no limite, corresponderia a uma região de um único produto. Se cada pequena área emitir sua própria moeda, então voltar-se-ia praticamente à economia de escambo. Além disso, os investidores seriam privados de uma moeda com valor estável que funcionasse adequadamente como reserva de valor. Por fim, se as regiões forem muito pequenas, os mercados cambiais seriam estreitos, e a taxa de câmbio, muito instável.

Ademais, as atividades de governo podem se beneficiar com economias de escala, principalmente em matéria de defesa e funções civis. Essa economia de escala pode ser um contraponto ao argumento de Mundell sobre o fato de as áreas monetárias ótimas serem pequenas. Uma união fiscal, por sua vez, pode compensar diferenças regionais quanto à renda gerada e taxas de desemprego. Do ponto de vista macroeconômico, uma união fiscal pode combater recessões localizadas (Kenen, 1969, p. 47).

Ainda de acordo com Kenen (1969), Mundell queria apenas determinar quando seria recomendável que a taxa de câmbio dos países fosse fixa ou flutuante. A taxa de câmbio deveria ser fixada entre regiões de produto único quando houvesse livre mobilidade de fatores entre elas. Dessa forma, quando houvesse mobilidade entre todas as regiões de um país, elas formariam uma área monetária ótima. Além disso, quando trabalhadores pudessem mover-se livremente entre quaisquer pares de países, eles compreenderiam uma área monetária ótima e poderiam fixar suas moedas, umas em relação às outras. Quando não houvesse mobilidade entre as regiões de produto único em um país, seria muito difícil manter o pleno emprego e a estabilidade de preços. Quando, finalmente, os trabalhadores

não conseguissem mover-se livremente entre os países, suas moedas deveriam flutuar para atingir mudanças nos termos de troca.

A crítica a Mundell (1961) parte do argumento de que a mobilidade da mão de obra não deve ser a melhor forma para definir uma área monetária ótima. Os critérios devem ser a diversidade do *mix* de produtos de um país e o número de regiões de produtos únicos contidos num único país. Portanto, três fatores são destacados: *i)* uma economia nacional bem diversificada não terá que fazer mudanças nos termos de trocas com a mesma frequência que economias nacionais com um produto único; *ii)* se ocorrer uma queda na demanda pelos seus principais produtos de exportação, as economias bem diversificadas sofrerão menos com o desemprego em comparação com economias de único produto (esse argumento da diversidade das economias não se aplica quando mudanças na demanda por exportação surgem de mudanças no ciclo de negócios); e *iii)* as ligações entre as demandas externa e doméstica, especialmente a ligação entre exportações e investimentos, serão menores em economias nacionais diversificadas e, assim, variações no nível de emprego interno "importadas" do exterior não serão fortemente agravadas por correspondentes variações na formação de capital. Portanto, taxas de câmbio fixas são mais apropriadas para economias bem diversificadas (países mais desenvolvidos). Já as taxas de câmbio variáveis devem ser usadas por países menos desenvolvidos (Kenen, 1969).

Em resumo, pode-se afirmar que, segundo McKinnon (1963), uma pequena economia aberta não pode utilizar a taxa nominal de câmbio para contrabalançar um aumento de demanda por produtos de outros países. A desvalorização da moeda aumenta os preços domésticos e pode ter duas consequências: *i)* ao reduzir o salário real, pode gerar pressões sobre o salário nominal, e essas pressões podem fazer com que a desvalorização não afete a taxa real de câmbio; e *ii)* a forte ligação entre taxa de câmbio e nível de preços pode reduzir a utilidade da moeda do país como unidade de conta e reserva de valor. Assim, uma área monetária ótima deve ser grande o bastante para produzir um grande número de bens não comercializáveis, cujos preços são definidos em moeda doméstica e servem para estabilizar o poder de compra para os habitantes dessa área (Kenen, 2002).

Kenen (1969), por seu turno, contribui para a literatura em dois pontos. A sugestão de um sistema fiscal único, que pode compensar em parte a desvantagem macroeconômica de haver uma área monetária na qual não há perfeita mobilidade de mão de obra (no sentido de Mundell). E a ideia de que uma economia nacional bem diversificada será uma melhor candidata para pertencer a uma união monetária, pois não necessitará tanto de uma mudança na sua taxa de câmbio real. No caso de uma economia especializada, um choque negativo pode desempregar muitos trabalhadores, que não terão outros setores para procurar emprego (Kenen, 2002).

Portanto, a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas não explica plenamente os efeitos macroeconômicos de uma união monetária, visto que ignora a diversidade dos impactos da política monetária sobre os países-membros, de acordo com as características de cada economia e seu padrão de inserção no comércio internacional. Além disso, também não considera o efeito de uma união monetária completa nos mercados de capitais e nos movimentos de fluxos de capitais, uma vez que ela que pode restringir grandemente a capacidade das famílias e das empresas de se protegerem contra choques por meio da diversificação internacional de seus portfólios (Kenen, 2002). Por fim, se a união monetária causar uma especialização interindustrial e diminuir a diversificação do produto de cada país, pode aumentar o

impacto de choques específicos industriais e diminuir a "otimalidade" da união monetária. Entretanto se a união monetária levar a uma intensificação intraindústria que tenda a diversificar o produto de cada país, então a "otimalidade" da união monetária pode ser reforçada (Frankel e Rose, 1996).

No que diz respeito ao debate mais atual acerca do tema, Eichengreen (1991) pergunta se a Europa responde mais adequadamente do que os Estados Unidos e o Canadá ao conceito de área monetária ótima exposto por Mundell (1961), qual seja, o nível de mobilidade de mão de obra e a estabilidade dos preços relativos. Segundo Eichergreen, a Europa enquadra-se menos no conceito de área monetária ótima do que os Estados Unidos, pois há maior variabilidade nas taxas de câmbio reais, ou seja, as variações nas taxas de câmbio nominais são importantes para os ajustes de preços relativos, no comportamento dos títulos, e há menor mobilidade da força de trabalho na Comunidade Europeia em comparação com as regiões internas dos Estados Unidos.

De acordo com Alesina, Barro e Tenreyro (2002), uma união monetária diminui os custos de transação do comércio exterior ao mesmo tempo em que amplia o consumo e a produção no interior do bloco: quanto maior a área monetária, maiores são estes benefícios para os países-membros. Contudo, a perda de flexibilidade dos países no campo da política monetária acarreta custos e benefícios diversos, que devem ser ponderados de acordo com as características institucionais dessas economias. O maior custo é a impossibilidade de utilização da taxa de câmbio para a absorção de choques. Por outro lado, o país pode passar credibilidade e, dessa forma, evitar altos níveis de inflação. O tipo de país com maior incentivo a entrar numa união monetária seria, pois, um país pequeno com histórico de altas taxas de inflação, que poderia então atrelar sua moeda a um país grande com histórico de taxas de inflação baixas, beneficiando-se assim da robustez macroeconômica deste para reduzir sua inflação e seu custo para emissão de dívida nos mercados internacionais. Essas vantagens explicariam por que, embora o número de países aumente no mundo, o número de moedas diminui não apenas proporcionalmente mas também em números absolutos.

Kouparitsas (1999), por sua vez, afirma que as diferentes taxas de desemprego existentes em países da Europa sugerem que não há expressiva mobilidade de mão de obra. O autor sugere que a União Europeia (UE) é dividida num centro simétrico (Bélgica, Luxemburgo, França, Alemanha, Itália, Holanda, Portugal e Espanha) e numa periferia assimétrica (Finlândia e Irlanda). Os países centrais possuem características de homogeneidade, tais como as regiões dos Estados Unidos, ao contrário dos países periféricos. Portanto, uma união monetária seria apenas viável para os países centrais, levando em conta o ciclo de negócios, os distúrbios econômicos e as respostas a eles. Finalmente, Frankel e Rose (1996) argumentam que os critérios para a delimitação de uma Área Monetária Ótima **s**ão endógenos, ou seja, a própria integração monetária muda a estrutura das economias envolvidas.

A partir disso, as vantagens para a adoção da união monetária estariam em conformidade com os seguintes fatores microeconômicos: *i)* taxas de inflação geralmente mais baixas; *ii)* diminuição dos custos de transação e *hedge* em relação ao risco de variação cambial; *iii)* eliminação das tarifas, o que harmoniza os preços da economia (*coeteris paribus*), alinhando-os com os preços internacionais; *iv)* remoção dos fatores de produção; e *v)* estímulo à integração regional. A principal desvantagem seria a perda da soberania no que tange às políticas fiscal, cambial e monetária. Logo, a escolha de se aderir à união monetária resultaria do seguinte *trade-off*: ganhos microeconômicos provenientes da

coordenação de política econômica frente a perdas macroeconômicas no que diz respeito à soberania na manipulação da política macroeconômica (Ferrari-Filho e Paula, 2002).

3 EVOLUÇÃO RECENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS PAÍSES DA PERIFERIA DO EURO EM RELAÇÃO À ALEMANHA E IMPACTOS DO AJUSTE APÓS 2008

Em primeiro lugar, é importante ressaltar a ausência de critérios de convergência tais como metas para baixas taxas de desemprego, preocupação com a sustentabilidade da taxa de câmbio adotada na paridade com o euro ou em relação à existência de *deficit* ou *superavit* em conta-corrente no momento da adesão à moeda única. Além disso, foi levada em conta a convergência das taxas de inflação para os países entrantes, mas desprezaram-se as diferentes condições em que se produziam a inflação em cada país. De fato, uma mesma taxa de inflação pode tornar necessárias diferentes taxas de desemprego em diferentes países (Arestis e Sawyer, 2010). Portanto, pode-se afirmar que o projeto de moeda única foi baseado nos princípios da teoria ortodoxa convencional.

Além disso, a alteração nos preços relativos entre os países da zona do euro e a impossibilidade de mudança nominal das taxas de câmbio dos mesmos trouxe como resultado um processo de apreciação real da taxa de câmbio dos países periféricos e a depreciação real da taxa de câmbio de países centrais. Essa apreciação da taxa de câmbio resultou em perda de competitividade por parte dos países periféricos e em posições estruturalmente deficitárias em conta-corrente e na balança comercial, principalmente em relação à Alemanha, com exceção feita à Irlanda (Papadimitriou e Wray, 2011). Associado a esse fato, o aumento do custo unitário do trabalho em países como Portugal, Espanha e Grécia, em proporção maior do que o da Alemanha, aprofundou esse diferencial de competitividade, colocando-a como a principal vencedora do processo.

Dessa forma, os ganhos de competitividade da Alemanha em relação a alguns países periféricos tiveram como um dos principais motivos a manutenção dos baixos custos unitários de trabalho em termos nominais. Por consequência, os ganhos de competitividade adquiridos beneficiaram o capital alemão em detrimento de sua classe trabalhadora (Lapavitsas *et al*., 2011).

A perda de competitividade dos países periféricos, associada à inflexibilidade de preços e salários, à falta de mobilidade de mão de obra e à impossibilidade de ajustes nas taxas de câmbio nominais desses países, que poderiam servir de instrumentos para a reversão do quadro, foi a responsável pelas constantes posições deficitárias na balança comercial dos países periféricos (Arestis e Sawyer, 2011).

A partir da tabela 1 e do gráfico 1, que mostram a relação entre o *deficit* na balança comercial de Portugal com a Alemanha e como proporção do seu produto interno bruto (PIB), pode-se notar a deterioração da posição comercial de Portugal em relação à Alemanha, com picos de *deficit* em 2007 e 2010. As reduções dos *deficit* comerciais em 2008 e 2009 podem ser associadas à crise econômica mundial, que se inicia em 2008.

TABELA 1

Balança comercial de Portugal com a Alemanha (1995-2011)

Portugal - Alemanha	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Exportações	5.033.226	5.189.258	4.752.771	4.788.051	4.837.756	4.397.422
Importações	4.952.148	5.455.587	5.211.677	5.513.580	5.863.352	5.483.382
Saldo da balança comercial	**81.078**	**(266.329)**	**(458.906)**	**(725.529)**	**(1.025.596)**	**(1.085.960)**
Portugal - Alemanha	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Exportações	4.573.948	4.564.370	4.704.142	4.804.074	4.758.881	5.890.205
Importações	5.437.836	5.991.891	6.872.922	7.846.800	8.207.028	8.739.228
Saldo da balança comercial	**(863.888)**	**(1.427.521)**	**(2.168.780)**	**(3.042.726)**	**(3.448.147)**	**(2.849.023)**
Portugal - Alemanha	2007	2008	2009	2010	2011	
Exportações	6.621.372	7.194.561	5.755.355	6.239.533	7.969.596	
Importações	10.055.377	10.401.412	8.659.366	10.424.273	9.904.586	
Saldo da balança comercial	**(3.434.005)**	**(3.206.851)**	**(2.904.011)**	**(4.184.740)**	**(1.934.990)**	

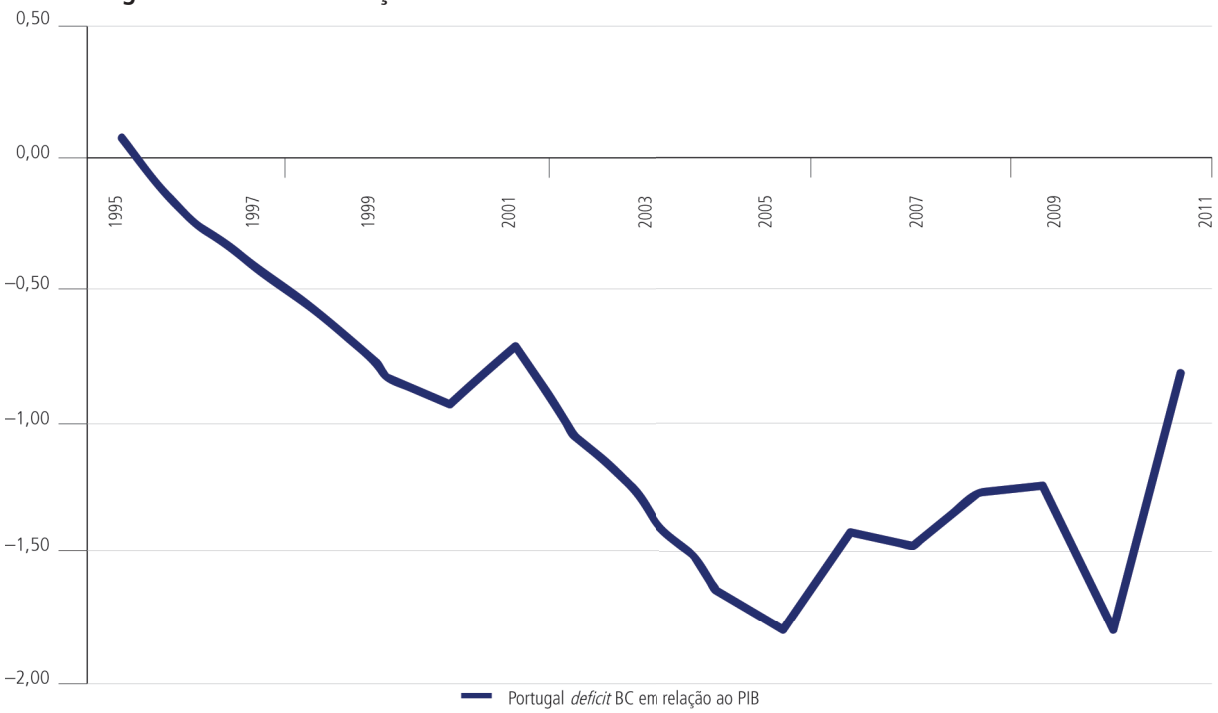
Fonte: Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD, 2013).

Elaboração do autor.

Obs.: Valores em milhares de dólares.

GRÁFICO 1

Portugal: *deficit* BC[1] em relação ao PIB



Fonte: International Monetary Fund (IMF, 2013). Elaboração do autor.

Nota: [1] Balança comercial.

A tabela 2 e o gráfico 2, que mostram a relação entre o *deficit* na balança comercial da Itália com a Alemanha e como proporção do seu PIB, identificam o saldo da balança comercial da Itália em relação à Alemanha. Dado o tamanho da economia italiana, nota-se um maior volume no fluxo de comércio

e, também, um maior *deficit* comercial a partir da adoção da moeda única. O *deficit* comercial é crescente até 2008, ano da eclosão da crise financeira dos Estados Unidos.

TABELA 2

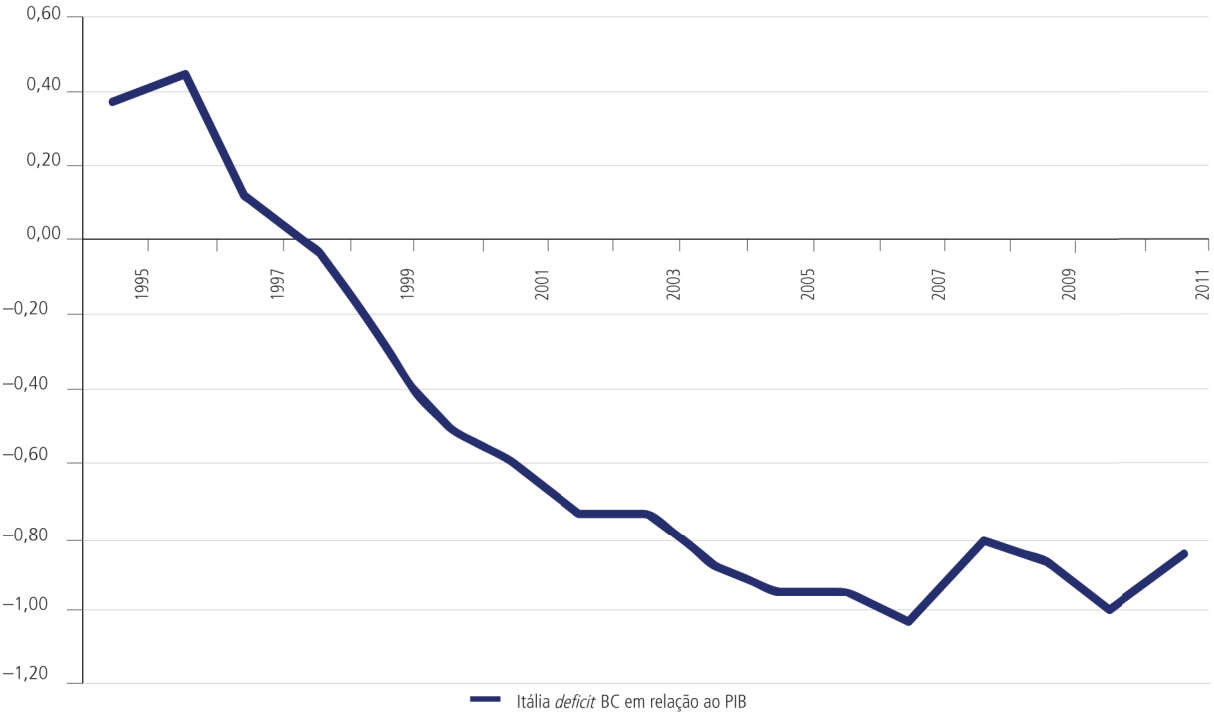
Balança comercial da Itália com a Alemanha (1995-2011)

Itália - Alemanha	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Exportações	43.236.454	44.085.693	38.913.021	39.892.127	39.051.035	36.216.997
Importações	38.951.929	38.563.882	37.398.392	40.544.281	42.244.024	41.773.358
Saldo da balança comercial	**4.284.525**	**5.521.811**	**1.514.629**	**(652.154)**	**(3.192.989)**	**(5.556.361)**
Itália - Alemanha	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Exportações	35.665.702	34.988.873	41.856.583	47.903.819	48.804.634	54.863.954
Importações	42.073.509	43.896.560	53.043.952	62.953.161	65.714.031	72.854.378
Saldo da balança comercial	**(6.407.807)**	**(8.907.687)**	**(11.187.369)**	**(15.049.342)**	**(16.909.397)**	**(17.990.424)**
Itália - Alemanha	2007	2008	2009	2010	2011	
Exportações	64.448.565	68.518.303	51.243.128	57.767.333	68.338.152	
Importações	86.170.069	87.121.053	69.140.875	78.068.648	86.754.431	
Saldo da balança comercial	**(21.721.504)**	**(18.602.750)**	**(17.897.747)**	**(20.301.315)**	**(18.416.279)**	

Fonte: OECD (2013).
Elaboração do autor.
Obs.: Valores em milhares de dólares.

GRÁFICO 2

Itália: *deficit* BC[1] em relação ao PIB



Fonte: IMF (2013). Elaboração do autor.
Nota: [1] Balança comercial.

Por sua vez, a tabela 3 e o gráfico 3, que mostram a relação entre o *deficit* na balança comercial da Grécia com a Alemanha e como proporção do seu PIB, indicam a evolução das relações comerciais entre Grécia e Alemanha. Há um aumento progressivo no *deficit* comercial da Grécia (exceto 2000), que ocorre também até o ano de 2008. A redução do *deficit* comercial, a partir de 2009, ocorre principalmente em função da redução das importações, associada às políticas recessivas adotadas pelo país nos últimos anos.

TABELA 3

Balança comercial da Grécia com a Alemanha (1995-2011)

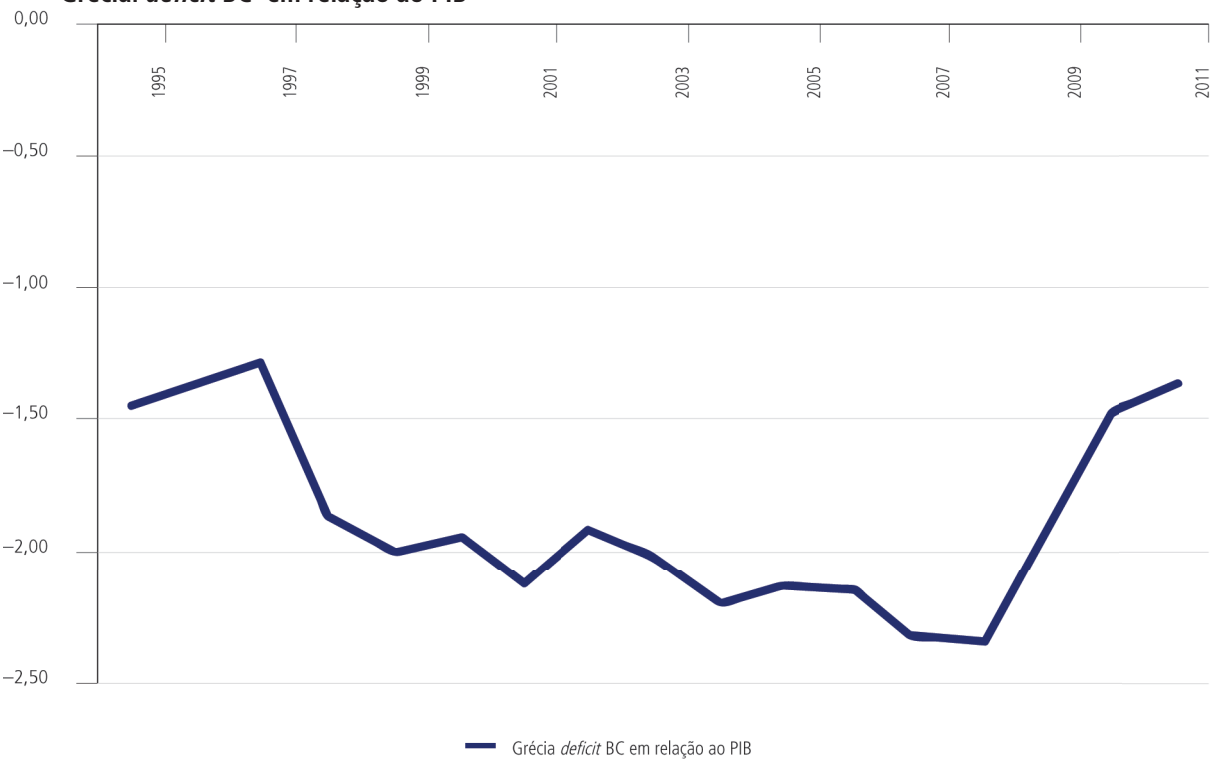
Grécia - Alemanha	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Exportações	2.421.860	1.896.071	2.078.966	1.994.092	1.766.729	1.345.229
Importações	4.323.126	3.758.714	3.812.198	4.520.073	4.576.873	3.821.613
Saldo da balança comercial	**(1.901.266)**	**(1.862.643)**	**(1.733.232)**	**(2.525.981)**	**(2.810.144)**	**(2.476.384)**
Grécia - Alemanha	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Exportações	1.164.643	1.123.059	1.757.296	2.009.009	2.180.176	2.358.468
Importações	3.926.620	3.962.423	5.653.998	7.054.747	7.304.465	7.960.128
Saldo da balança comercial	**(2.761.977)**	**(2.839.364)**	**(3.896.702)**	**(5.045.738)**	**(5.124.289)**	**(5.601.660)**
Grécia - Alemanha	2007	2008	2009	2010	2011	
Exportações	2.714.191	2.680.429	2.230.235	2.348.924	2.453.778	
Importações	9.751.280	10.652.428	8.187.313	6.663.416	6.396.776	
Saldo da balança comercial	**(7.037.089)**	**(7.971.999)**	**(5.957.078)**	**(4.314.492)**	**(3.942.998)**	

Fonte: OECD (2013).

Elaboração do autor.

Obs.: Valores em milhares de dólares.

GRÁFICO 3
Grécia: *deficit* BC[1] em relação ao PIB



Fonte: IMF (2013). Elaboração do autor.
Nota: [1] Balança comercial.

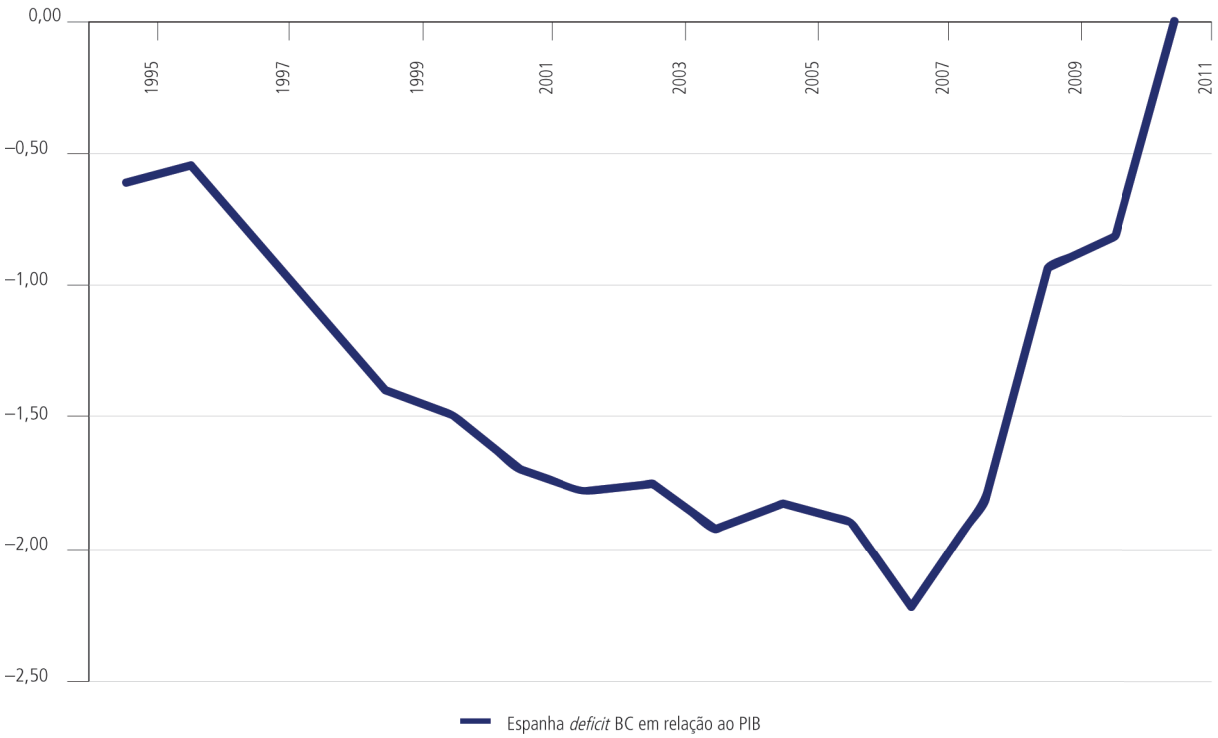
Finalmente, a tabela 4 e o gráfico 4 revelam as relações comerciais entre Espanha e Alemanha. Nesse caso, também se pode observar um incremento progressivo no *deficit* comercial espanhol em relação à Alemanha até 2007. A partir de 2008, há uma redução do *deficit* fiscal, principalmente por causa da redução das importações, também possivelmente ligada às políticas recessivas adotadas pelo governo espanhol.

TABELA 4
Balança comercial da Espanha com a Alemanha (1995-2011)

Espanha - Alemanha	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Exportações	14.227.658	15.011.172	14.247.390	15.203.770	14.665.755	14.062.880
Importações	17.832.412	18.406.710	18.412.207	21.253.256	23.348.635	22.836.955
Saldo da balança comercial	**(3.604.754)**	**(3.395.538)**	**(4.164.817)**	**(6.049.486)**	**(8.682.880)**	**(8.774.075)**
Espanha - Alemanha	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Exportações	13.766.011	14.466.825	18.664.587	21.246.250	21.901.060	23.350.435
Importações	24.161.008	26.779.265	34.237.168	41.508.049	42.712.947	46.830.382
Saldo da balança comercial	**(10.394.997)**	**(12.312.440)**	**(15.572.581)**	**(20.261.799)**	**(20.811.887)**	**(23.479.947)**
Espanha - Alemanha	2007	2008	2009	2010	2011	
Exportações	27.282.098	29.557.468	24.700.253	25.948.271		
Importações	59.906.153	58.730.501	38.609.302	37.342.197		
Saldo da balança comercial	**(32.624.055)**	**(29.173.033)**	**(13.909.049)**	**(11.393.926)**	**-**	

Fonte: OECD (2013).
Elaboração do autor
Obs.: Valores em milhares de dólares. .

GRÁFICO 4
Espanha: *deficit* BC[1] em relação ao PIB



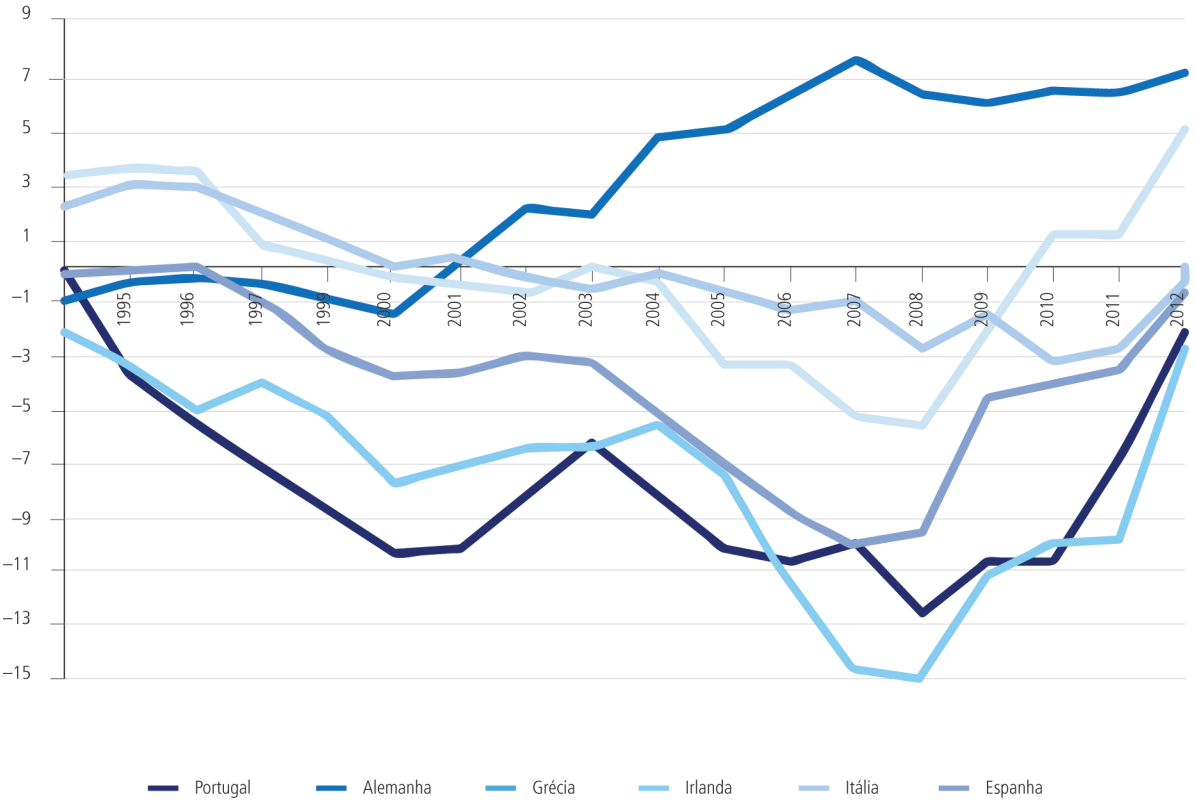
Fonte: IMF (2013). Elaboração do autor.
Nota: [1] Balança comercial.

Conforme já discutido no artigo, a zona do euro não compreende uma Área Monetária Ótima, de acordo com o arcabouço da própria teoria convencional. Dessa forma, a falta de mobilidade de mão de obra, a inflexibilidade de preços e salários, a incapacidade de manejar a taxa de câmbio e o ganho de competitividade por parte da Alemanha com a manutenção de baixos custos salariais levaram alguns países da zona do euro (Portugal, Itália, Grécia e Espanha) a uma situação de *deficit* estrutural em relação à Alemanha, ou seja, os alemães lograram aumentar sua competitividade mediante esse arranjo institucional e, com isso, foram criadas as condições estruturais para a crise em que hoje vive o euro.

Sob o ponto de vista global, pode-se visualizar no gráfico 5 o *superavit* em conta-corrente da Alemanha como proporção do PIB, ao mesmo tempo em que se verifica o *deficit* em conta-corrente dos países periféricos da zona do euro, sobretudo em 2008, com a eclosão da crise econômica mundial.

Por último, a crise da zona do euro pode ser parcialmente explicada pelo chamado "efeito China". A UE tem acumulado sucessivos *deficit* em conta-corrente em relação à China (EUROSTAT, 2013), e este país tem comprado títulos europeus que entram via conta capital e conta financeira. Tais recursos foram utilizados por bancos europeus para fornecimento de crédito para a periferia do euro, com explosão de consumo e financiamento do *deficit* em transações correntes. A crise trouxe uma interrupção desses fluxos, já penalizando a já delicada situação da zona do euro.

GRÁFICO 5
Evolução das transações correntes da Alemanha e de economias periféricas da zona do euro no período de 1995 a 2012
(Em % PIB)



Fonte: IMF (2013).
Elaboração do autor.

Portanto, a crise desses países não está associada aos equívocos na escolha de instrumentos de política econômica ou ao mau gerenciamento das respectivas dívidas soberanas mas, antes, ao próprio arranjo estrutural da zona do euro. Esta não constituía uma Área Monetária Ótima, pois permitia que a Alemanha se beneficiasse da apreciação cambial e de ganhos de competitividade via redução dos custos de trabalho, ao mesmo tempo em que levava os países periféricos a *deficit* comerciais persistentes. O financiamento desses *deficit*, num contexto de austeridade fiscal e forte declínio da atividade econômica, explica a aceleração do endividamento desses países no período recente, um desequilíbrio agravado ainda pelo "efeito China".

4 ASPECTOS FINANCEIROS DA CRISE DO EURO E ALTERNATIVAS PARA A SOLUÇÃO

Os crescentes *deficit* foram financiados por endividamento externo (público e privado), facilitado pelas baixas taxas de juros praticadas pelo Banco Central Europeu nos anos 2000. Depois do colapso do Lehman Brothers, no fim de 2008, os bancos europeus, principalmente franceses e alemães, aumentaram o volume de empréstimos para os países periféricos, principalmente para títulos soberanos.

Dessa forma, boa parte do *deficit* em conta-corrente contraído pelos países da periferia da zona do euro foi financiada por bancos alemães e franceses, justamente aqueles dos países superavitários.

O problema de solvência dos bancos, que está centralmente ligado à crise do euro, reflete as relações hierárquicas contraditórias da zona do euro. A união monetária possui uma esfera monetária e um mercado interbancário homogêneos, mas não há algo como um banco europeu que possa servir como emprestador de última instância. Com o advento do euro e dos títulos de dívida denominados em euro, os governos tornaram-se incapazes de emitir a moeda na qual seus títulos de dívida estão denominados e, além disso, foram proibidos de tomar emprestados recursos do Banco Central Europeu. Portanto, sua capacidade em refinanciar suas dívidas e mesmo pagar os juros da dívida está determinada pela sua capacidade em gerar *superavit* fiscais em euro (Kregel, 2012).

Um *superavit* fiscal crescente apenas pode ser atingido por uma combinação de maior taxação e crescimento. Mas os países da zona do euro não podem produzir mais crescimento por meio de mais gastos. Portanto, esse crescimento teria que vir da demanda doméstica ou externa. Diminuir os gastos de governo ou aumentar impostos para gerar o *superavit* fiscal necessário apenas reduziria a demanda doméstica. Dessa forma, a demanda externa passaria a ser a única alternativa. Como não se pode melhorar a demanda externa por meio de um ajuste da taxa de câmbio, a depreciação interna pela redução salarial e (ou) aumento da produtividade acima dos salários seriam necessários. Entretanto, essas políticas também reduzem a demanda doméstica, contrabalançando os efeitos do aumento da demanda externa.

Eis, portanto, o paradoxo: todas as políticas propostas para aumentar o crescimento da renda e gerar *superavit* fiscais resultarão em um impacto negativo no produto; logo, também, sobre a renda. Uma solução seria possível se algum Estado-membro incorresse em *deficit* fiscal que permitisse aos países endividados incorrer num *superavit* fiscal. Mas isso apenas transferiria a carga de dívida de um país para outro, a não ser que houvesse a consolidação do federalismo fiscal no bloco. A Alemanha deixou claro que não aceita essa alternativa, pois isso aumentaria o risco da sua dívida e, consequentemente, o custo para seus cidadãos. Uma alternativa viável existiria se o Banco Central Europeu tivesse a capacidade de atuar como emprestador de última instância para permitir que os governos atingissem uma taxa de crescimento aceitável. A solução, nesse caso, seria permitir que um novo agente fiscal (ou a Comissão Europeia) incorresse num *deficit* fiscal financiado pela emissão de uma obrigação europeia global. Esse órgão fiscal europeu incorreria num *deficit* fiscal, que geraria um *superavit* nos países altamente endividados, de forma a permitir o pagamento dos juros da dívida e a retirada de títulos que não seriam refinanciados pelo mercado (Kregel, 2012).

Do ponto de vista da manutenção dos países na zona do euro, a adoção do eurobônus também poderia servir como uma tentativa de resolução da crise. Os títulos da dívida são emitidos normalmente por cada país-membro e, apesar de serem denominados em euro, a garantia também é dada individualmente por cada um deles. A diferença é que os eurobônus têm a garantia de todos os países que compõem a zona do euro. Isso traria mais credibilidade à emissão dos mesmos, o que acarretaria uma redução dos custos de captação. Além disso, uma solução para a crise deveria considerar novos conceitos de governança

(supranacionais) para o sistema financeiro e a adoção de um orçamento fiscal europeu robusto, que permitisse a transferência de recursos para os países que necessitem dos mesmos.[2]

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Superado o período mais agudo da crise internacional, no qual a própria continuidade do bloco europeu foi colocada em risco, a UE completa mais um ano ainda permeada pelas incertezas em relação ao seu futuro econômico e político. A frágil recuperação das economias centrais da zona do euro (com exceção da Alemanha), somada aos impactos da crise ainda fortemente sentidos na periferia, demandam uma ação urgente e profunda por parte das autoridades europeias no sentido de preservar a unidade do bloco. Contudo, o impasse político em torno da assunção dos custos desse ajuste permanece, alimentando a especulação sobre a viabilidade da união monetária na região.

O persistente desbalanceamento nas transações correntes dos países periféricos da zona do euro com a Alemanha é agravado pelo elevado *deficit* do bloco com a China, tornando muito mais difícil um ajuste duradouro desses desequilíbrios. Dada a valorização do euro em relação às moedas de seus principais parceiros comerciais, a recuperação econômica da região provavelmente resultará na elevação dos *deficit* dos países-membros com a China, num contexto em que seus governos encontram cada vez mais restrições para se financiarem. A recusa das autoridades do bloco europeu em acomodar estas pressões no curto prazo poderá implicar uma nova e ainda mais aguda crise da dívida para os países periféricos, consolidando uma ameaça definitiva à própria sobrevivência da moeda comum.

REFERÊNCIAS

ALESINA, A.; BARRO, R. J.; TENREYRO, S. **Optimal currency areas**. NBER, 2002. (NBER Working Paper, n. 9.072).

ARESTIS, P.; SAWYER, M. The design faults of the economic and monetary union. **Journal of contemporary European studies**, v. 19, n. 1, p. 21-32, Mar. 2011.

_____. The problems of the economic and monetary union: is there any scape? **Journal of economic analysis**, v. 1, n. 1, p. 1-14, 2010.

EICHENGREEN, B. **Is Europe an optimum currency area?** NBER, 1991. (NBER Working paper n. 3.579).

EUROSTAT. **Current account transactions**. Exports, imports and balance by partner. Disponível em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00075&plugin=1>. Acesso em: 5 nov. 2013.

FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. Será consistente a proposta de criação de uma união monetária no Mercosul? **Revista de economia política**, v. 22, n. 2, p. 174-182, 2002.

FRANKEL, J.; ROSE, A. K. **The endogeneity of the optimum currency area criteria**. NBER, 1996. (NBER Working Paper, n. 5.700).

2. A solução mais radical, concebida principalmente pela Grécia, seria o abandono do euro com *default* em parte (ou totalidade) da dívida. A adoção de uma moeda própria permitiria uma desvalorização cambial, que poderia reverter parte dos *deficit* do país, e uma autonomia no manejo da política monetária. Entretanto, nesse caso, deveria haver uma transição que reestruturasse o sistema financeiro para essas novas condições. Para detalhes sobre essa proposta, ver Lapavitsas *et al.* (2011).

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Balance of payments statistics**. Disponível em: <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=170784>, Acesso em: 4 nov. 2013.

KENEN, P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *In*: MUNDELL, R.; WOBODA, A. (Ed.). **Monetary problems of the international economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1969.

_____. Currency unions and policy domains. *In*: ANDREWS, D. M.; HENNING, C. R.; PAULY, L. W. (Ed.) **Governing the world's money**. Ithaca: Cornell University Press, 2002. p. 78-104.

KOUPARITSAS, M. A. Is the EMU a viable common currency area? A VAR analysis of regional business cycles. **Economic perspectives**, v. 23, n. 4, Winter 1999. Disponível em: <http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/economic_perspectives/1999/ep4Q99_1.pdf>.

KREGEL, J. **Six lessons from the euro crisis**. Levy Economics Institute of Bard College, 2012. (Policy note, n. 10). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_12_10.pdf>.

LAPAVITSAS, C. *et al.* **Breaking out?** A route out of the Eurozone crises. Research on money and finance, 2011. (RMF OCCASIONAL REPORT, n. 3). Disponível em: <http://www.researchonmoneyandfinance.org/wp-content/uploads/2011/11/Eurozone-Crisis-RMF-Report-3-Breaking-Up.pdf>.

MCKINNON, R. I. Optimum currency areas. **American economic review**, v. 53, n. 4, p. 717-725, 1963.

MUNDELL, R. A. A theory of optimum currency areas. **American economic review**, v. 53, n. 1, p. 657-664, 1961.

PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. **Euroland in crisis as the global meltdown picks up speed**. Levy Economic Institute of Bard College, 2011. (Working Paper, n. 693).

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Statistics**. Current account balance, USD, forecasts. Disponível em: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=51660>. Acesso em: 4 nov. 2013.