



**Universidade de Brasília – UnB**

**Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão de Políticas Públicas**

**Departamento de Economia**

**O CUSTO DE OPORTUNIDADE PARA A ALEMANHA EM FINANCIAR OS PIIGS NA  
UNIÃO EUROPEIA**

**Alice Hartmann Dutra**

19/0083476

Orientadora: Prof. Andrea Felipe Cabello

BRASÍLIA

2022

Nota: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

## **Sumário**

- 1. Introdução**
- 2. Revisão de Literatura**
  - 2.1. Banco Central Europeu (BCE)**
  - 2.2. Os Bancos Centrais Nacionais (BCN)**
  - 2.3. A Crise da Dívida Soberana**
- 3. PIIGS**
  - 3.1. Portugal**
  - 3.2. Irlanda**
  - 3.3. Itália**
  - 3.4. Grécia**
  - 3.5. Espanha**
- 4. Atuação Alemã**
- 5. Conclusão**

## 1. Introdução

O Tratado de Maastricht, assinado em 1992, firmou a criação da União Econômica e Monetária Europeia, fazendo com que o euro entrasse em circulação em 1999. O tratado previa várias regras a serem seguidas pelos países membros da zona do euro e além disso, previa uma série de metas econômicas que poderiam fazer com que um país pudesse ser um integrante da UE. A UEM tinha como principal objetivo a promoção de progresso econômico e social de maneira proporcional, com a criação de um grupo de estados que não possui fronteiras internas e que contasse com a adoção de uma moeda única.

Após a crise financeira global de 2008, a União Europeia (UE) enfrentou a crise da dívida soberana que gerou uma enorme turbulência dentro do sistema financeiro europeu, devido a alta dívida pública dos PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha) que fez com que a confiança dos mercados fosse fortemente abalada. Ao longo desse período, a Alemanha, sendo uma das principais economias da UE, desempenhou um papel importante em conjunto com o BCE e o FMI na prestação de assistência financeira e na prevenção de possíveis falências nesses países. No entanto, o apoio alemão aos PIIGS veio com um conjunto de consequências. Ao alocar recursos substanciais para programas de resgate e assistência, a Alemanha teve que fazer uma troca, sacrificando benefícios potenciais em outras áreas de investimento ou desenvolvimento interno para o desenvolvimento da zona do euro.

Assim, será exposto no trabalho a real situação de cada membro do PIIGS e o que foi feito por cada um, em consonância com a União Europeia, para tentar amenizar seus elevados níveis de endividamento devido à crise de 2008. Ademais, será factível compreender o porquê da credibilidade de seus sistemas financeiros ter sido questionável e o que levou os mesmos a serem considerados da “periferia” da zona do euro. Nesse contexto, a solução encontrada para os problemas fiscais desses países foi um remédio amargo, a austeridade fiscal, que como será melhor explicitado não foi a melhor maneira de confrontar a crise enfrentada no período.

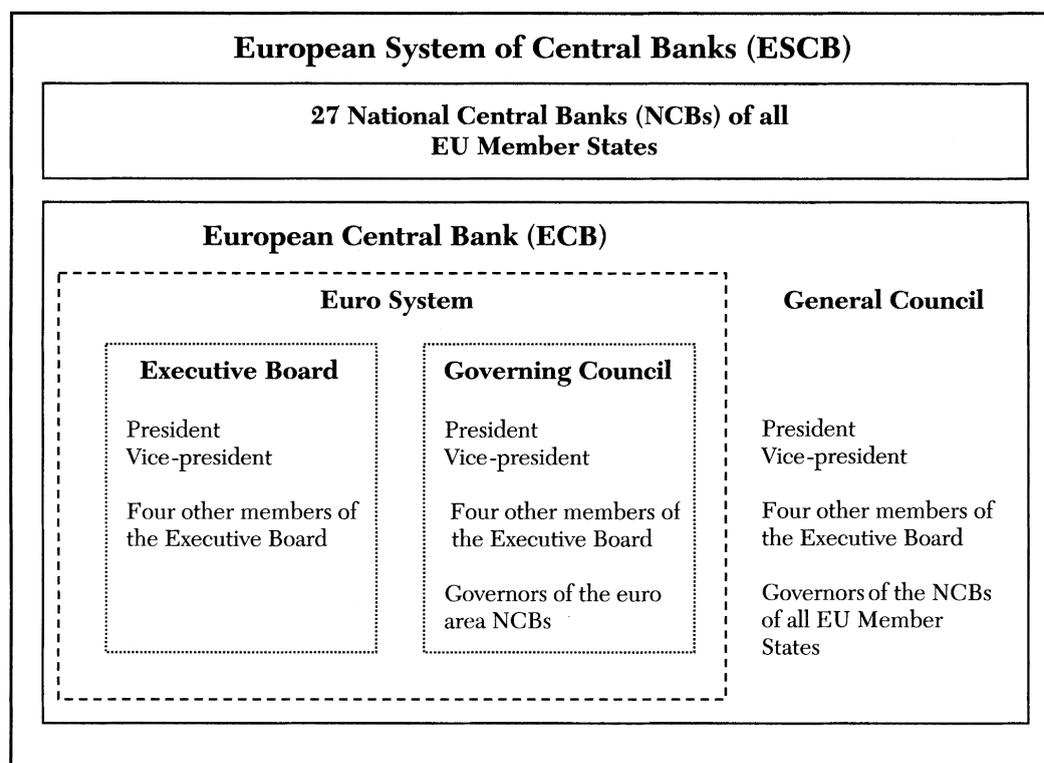
Por fim, exploraremos a atuação alemã frente à crise, tendo em vista que a Alemanha é o país mais influente e com a economia mais robusta da UEM, que teve o seu modelo de banco central adotado pelo BCE. Assim, será possível entender o posicionamento tomado pelo país diante de seu contexto histórico e econômico, além de questionarmos o real motivo da demora para que providências fossem tomadas dentro dos PIIGS para um melhor funcionamento e sustentabilidade da zona do euro.

## 2. Revisão de Literatura

O principal objetivo dessa primeira etapa do trabalho é compreender o que é uma União Econômica e Monetária e como ela funciona, para isso será feita uma revisão de literatura onde exemplificarei alguns trabalhos que dialogam com o tema principal deste artigo. Além disso, irei explicar o funcionamento do Banco Central Europeu (BCE) e seu trabalho ativo com os Bancos Centrais Nacionais (BCN) juntamente com a Crise da Dívida Soberana que irão nortear o leitor para um entendimento mais abrangente sobre o tema que será fundamental para guiá-lo para a compreensão do questionamento principal acerca deste artigo.

A literatura mais abrangente que será utilizada tem foco específico na Europa, é o seguinte artigo: “The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent. (Beestma e Giuliadori, 2010), que traz uma visão geral sobre os custos e benefícios macroeconômicos de uma unificação monetária, com foco na união monetária europeia. Além disso, o artigo tem enfoque nos lados positivos que essa união pode trazer para os países, como por exemplo aliviar a pressão política que acarreta também em um alívio na política monetária; e acaba de vez com desvalorizações competitivas. Importante frisar que o artigo traz relevantes aspectos sobre a parte fiscal das unificações e como é coordenada em uma estrutura como esta.

A figura 1 a seguir é importante para entendermos o funcionamento do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) que engloba os bancos centrais da União Europeia e do Banco Central Europeu (BCE).



Assim, compreendemos que a UE é composta por vinte e sete países, onde atualmente nem todos participam da zona do euro. As decisões que envolvem política monetária devem ser tomadas por uma maioria de votos dentro do Conselho de Governadores do BCE, que é composto pela Comissão Executiva do BCE e pelos presidentes dos Bancos Centrais Nacionais da zona do euro. Os bancos centrais nacionais são independentes e os mesmos não podem ser “socorridos” em casos de problemas financeiros pelo SEBC, além disso o BCE deve manter um mandato de estabilidade de preços, assim as competências nacionais de cada país devem ficar encarregadas de controlar o lado fiscal, porém para que não seja uma completa libertinagem fiscal e possa prejudicar esse controle de preços que geram repercussões negativas, são impostas algumas regras para os membros, dentre as regras temos imposições diante as dívidas governamentais e aos déficits.

“A unificação monetária significa abrir mão da política monetária como instrumento de estabilização de choques econômicos específicos de cada país.” Diante dessa citação, temos o principal problema de uma unificação monetária, tendo em vista que como já foi citado, os ajustes feitos diante a choques econômicos devem ser realizados por meio de reformas fiscais. Assim, a unificação monetária para o formulador de política monetária, é um trade off entre a redução da estabilização de preços de choques de um país e o aumento da credibilidade da política monetária, isso resultaria em uma inflação mais baixa.

Dessa maneira, o formulador da política monetária tenta se comprometer com uma regra monetária de contingência de choques que gerem inflação, porém, é difícil devido às consequências políticas e que a única solução obtida é de que, é preciso atrelar a moeda a política monetária de um país que tenha uma maior robustez perante aos outros e o que pesa para o país que assume essa responsabilidade é a de responder a choques que diferem daqueles que atingem outros países membros (clientes). Nessa perspectiva, a unificação fornece um banco central independente de seu governo, o que aumenta a credibilidade de sua política monetária e reduz as expectativas de inflação.

Outro aspecto relevante é a questão do *free-riding fiscal* que consiste em “um membro de um grupo obtém benefícios da membresia do grupo, porém não suporta um compartilhamento proporcional dos custos de prover tais benefícios” (Albanese & Van Fleet, 1985, p. 244). Isso tem como consequência uma baixa acuracidade das regras fiscais e agravando possíveis excessos fiscais tornando-se uma tendência, por isso, existem as regras que limitam os países em termos monetários, apesar dos mercados financeiros funcionarem relativamente bem para refletir riscos futuros nas taxas de juros da dívida pública.

Por fim, os autores concluem que os resultados teóricos de uma unificação são ambíguos, tendo em vista que empiricamente o euro promoveu a desregulamentação do mercado de produtos, existiam poucas evidências de que isso teria afetado as reformas no mercado de trabalho. Além disso, a união monetária tem muitos benefícios potenciais, como a redução dos custos de transação para o comércio e o investimento, bem como a estabilidade financeira e a redução dos riscos de crises cambiais. No entanto, os custos podem ser significativos, como a perda de autonomia na política monetária e a dificuldade de ajustar a política fiscal em resposta a choques econômicos. O sucesso da união monetária depende da coordenação de políticas fiscais e da criação de instituições eficazes de governança econômica.

A próxima referência a ser utilizada no trabalho será uma dissertação que usa como exemplo países mais desenvolvidos economicamente, Alemanha e Luxemburgo. E países com economias mais instáveis, Portugal e Grécia que compõem os PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha); dentro do texto são exemplificados como a Política Monetária adotada pelo BCE pode impactar países tão distintos economicamente. Intitulado como: “O impacto da Política Monetária do BCE na Zona Euro: Os casos de Alemanha/Luxemburgo e Portugal/Grécia (Soares, Ana Cristina Guedes)”.

O trabalho publicado é do ano de 2013 e por isso, a autora não conseguiu chegar a conclusões tão relevantes acerca da UEM (União Econômica Monetária), mas enfatiza que o fato de alguns países se prejudicarem com a união poderia ser pelo simples fato de que no período se vivia uma crise econômica mundial. E complementa argumentando que a política monetária do BCE não parecia ser indicada para os países do sul (Portugal e Grécia), pois não se adaptaram tanto às medidas impostas pela Alemanha, que tem outros interesses.

Além disso, conseguimos elencar algumas opiniões contrárias à formação da UEM, por considerarem o projeto mais politizado do que econômico. O maior crítico a união foi Philip Bagus e argumenta melhor sobre suas opiniões em seu livro, “The Tragedy of the Euro” onde ele afirma que a Alemanha seria prejudicada se comparada aos outros países que constituem a zona do euro e que os países não tão relevantes economicamente teriam vantagem por compartilharem a mesma moeda da grande potência alemã. Outro aspecto levantado pelo autor é que os países não tão relevantes economicamente não tem um nível de produção semelhante ao alemão, mas mesmo assim, conseguiriam ter níveis de vida melhores que os dos alemães.

Em sua visão a Alemanha só aceitou realizar a unificação pois seria a única maneira de se reunificar e ser uma das maiores potências econômicas no mundo, assim sendo o custo de oportunidade dela. Porém, como já explicitado havia divergências de opiniões acerca do assunto e outros autores afirmam que Alemanha e Luxemburgo por exemplo, se beneficiaram com a unificação, pois o BCE foi pensado com base no banco central alemão, onde as políticas são mais alinhadas aos países mais desenvolvidos do que com o restante. Era possível ver isso na reação dos países perante as crises e também como as políticas implementadas visavam solucioná-las, “depois da crise, casos como o da Grécia, de Portugal e até da Espanha, que estão a atravessar uma das fases mais difíceis de desequilíbrio financeiro da sua história recente, demonstram bem a incapacidade do euro e das suas instituições de protegerem o equilíbrio financeiro das diversas economias” (Amaral, J., 2010, p.96).

Isso também demonstraria um desinteresse ou uma incompetência das instituições que detém o poder sobre o euro de gerar o equilíbrio financeiro dentro da UEM. Seguindo essa linha de raciocínio, também podemos citar Paul Krugman que afirmou que “a Grécia, apesar de não sem pecados, está em crise sobretudo graças à arrogância dos responsáveis europeus, maioritariamente os países ricos, que se convenceram que podiam fazer funcionar uma união monetária sem um governo único” (New York Times, 17 de Junho de 2012).

Como já explicitado, a autora não consegue chegar a uma conclusão concreta e ao final afirma que a união monetária é composta por interesses políticos e econômicos que não são passíveis de mensurar em métodos quantitativos.

Por fim, também foi utilizado o artigo “Implicações da União Econômica e Monetária Europeia sobre a Política Econômica dos PIIGS: uma análise sobre a crise das dívidas soberanas (Cariz, Jaqueline)” também publicado no ano de 2013, trazendo assim uma perspectiva da questão União Europeia, com um período específico de análise.

Tal artigo aborda, a crise da dívida soberana, mais conhecida com a crise da dívida pública da zona do euro, a qual afetou diversos países da região após a crise financeira global de 2008. Nele, é possível compreender que a União Econômica e Monetária Europeia (UEM), criada em 1992 com o Tratado de Maastricht, foi um dos fatores que contribuiu para a crise, pelo fato de limitar a capacidade dos países membros de adotar políticas econômicas adequadas às suas necessidades.

Países como os PIIGS foram inseridos a um ambiente de crédito impulsionado por taxas de juros baixas e pela entrada de capital estrangeiro. Essa situação levou a uma bolha imobiliária e a um aumento da dívida, que se tornou insustentável após a crise de 2008. A falta de harmonização fiscal e orçamentária na UEM também contribuiu para a crise. A ausência de um mecanismo de transferência fiscal entre os países membros fez com que os países em crise tivessem que adotar medidas de austeridade que agravaram a recessão e dificultaram a recuperação econômica.

Com essa má fase econômica enfrentada por esses países, as taxas de juros cresceram de tal maneira que os mesmos não conseguiam continuar tomando empréstimos nos mercados financeiros europeus. Apesar da crise global ter evidenciado os problemas existentes, já se mostrava parcialmente claro as profundas divergências entre os países, causadas principalmente pelos diferentes graus de crescimento econômico de cada país, principalmente em domínios de produtividade, mão de obra e competitividade.

É importante ressaltar um ponto de atenção: o euro acabou se tornando dependente do dólar, mesmo que não fosse essa a intenção com a criação de uma UEM, surgindo assim, também como consequência de 2008, os verdadeiros desequilíbrios econômicos entre os países participantes da zona do euro. Além disso, é válido ressaltar que não houve uma integração política entre os países e por isso, os países do “sul” não foram tão favorecidos pela moeda comum.

Isso ocorre devido ao fato de que não vemos um exemplo de área monetária ótima, que segundo a autora pode ser entendido como a Teoria de Áreas Monetárias Ótimas, à qual afirma que: “uma área monetária é um conjunto de países ou regiões que optam por adotar um mesmo sistema monetário, a fim de estabelecer um compromisso permanente de fixar a taxa de câmbio entre os países.” Assim, para países que compõem os PIIGS, o único caminho era aumentar a divergência econômica a partir de um aprofundamento nas dívidas públicas, pois os mesmos não detém artifícios para modificarem os rumos da política monetária e cambial da zona.

Além disso, é possível concluir que o euro não foi o único motivo o qual fez com que a economia dos PIIGS entrassem em recessão, porém foi um fator que agravante para isso ocorrer. Vários critérios importantes para fazer com que uma área monetária funcionasse foram ignorados ou apenas deixados para próximas etapas pela Europa, isso por razões que vão além de uma moeda unificada.

Portanto, a Alemanha não tem incentivos para diminuir a taxa de juros, pois se por acaso o BCE aumentasse marginalmente a inflação, os preços das mercadorias alemãs iriam subir desproporcionalmente em relação aos preços de outros países, o que não é de interesse da Alemanha. Isso expõe uma grande falha na criação do euro, pois teoricamente os juros sempre teriam que permanecer altos para preservar a baixa inflação e também não gerar deflação. A autora ainda deixa uma reflexão no final do texto, onde afirma que a resposta da Alemanha perante esse possível aumento da inflação para controlar os preços na UEM, não é bem esclarecida, e podemos concluir que talvez a Alemanha de fato não tivesse interesse em ajudar os países com um poderio econômico inferior ao seu, seria de fato relevante se manter nesse formato de sistema se não há uma preocupação de fato com os PIIGS?

“O verdadeiramente triste é que (...) o euro deveria unir a Europa, em formas substantivas e simbólicas. Supunha-se que encorajaria laços econômicos mais estreitos, mesmo quando promoveu um senso de identidade compartilhada. O que estamos recebendo em vez disso, no entanto, é um clima de raiva e desdém por parte de credores e devedores. E o fim ainda é nenhum lugar à vista.” (KRUGMAN; P.; 2013)

O principal objetivo da União Europeia, estipulado pelo tratado de Maastricht, é a promoção de progresso econômico e social de maneira proporcional, com a criação de um grupo de estados sem fronteiras internas e a adoção de uma moeda única. Devido à moeda unificada é imprescindível a adoção de uma taxa de câmbio atrelada para todos e consequentemente de uma política monetária única, sendo seus objetivos principais: zelar pela estabilidade de preços e o suporte às políticas econômicas do bloco. As políticas econômicas do bloco tem como principais diretrizes: estabilidade de preços, finanças públicas, robustez monetária e balança de pagamentos coesa.

No texto “A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA DA UNIÃO EUROPEIA” de Almeida Lopes, o autor se utiliza da curva de Phillips para expor os prejuízos de uma união econômica e monetária. Importante ressaltar que a curva de Phillips apresenta o trade off entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego, sendo assim, quando um indicador for mais alto o outro será mais baixo. Dentro do contexto, a moeda de um país mais inflacionário vai se desvalorizando à medida do menos inflacionário, isso se torna um ciclo vicioso, se a taxa de câmbio de ambos não for alterada, visando o equilíbrio. Então quando temos taxas de inflação distintas entre os países, temos um desequilíbrio e a taxa de câmbio atua para sanar isso.

Para evitar que a taxa de câmbio seja alterada constantemente, deve existir uma taxa de inflação única para os países e essa não pode ser resultado de uma média da inflação presente em cada um deles. Ao considerarmos a Curva de Phillips, temos que quando um estado resolve baixar o seu nível de inflação o mesmo tem que tolerar uma taxa de desemprego mais elevada, porém esse aumento, não será proporcional à redução de desemprego nos países que inflacionarem mais. Assim, à medida que a taxa de desemprego se reduz para uns, a mesma não é repostada para outros.

Esses problemas ocorrem devido a um fator muito relevante, a taxa de produtividade de um país, isso porque quando os países têm produtividades diferentes os preços neles oscilam de maneiras distintas, quando há um nível de produtividade mais elevado em uma nação os preços não vão subir tanto quanto em países com um nível inferior. Nessa situação para que se encontre um equilíbrio, caso os salários nominais subissem menos em um país

com menor taxa de produtividade, mesmo que houvesse uma inflação mais elevada em relação aos salários, essa inflação não ultrapassaria a do outro país onde os salários aumentam mais. Dessa forma, países com taxa de crescimento de produtividade menor deveriam ter um crescimento inferior nos salários, porém dentro de uma União Monetária isso fica muito complicado, pois deveríamos pressupor que o bloco seria totalmente integrado e essa questão pode ocasionar numa movimentação dos trabalhadores para regiões que os remuneram melhor.

Porém, se os salários crescerem de forma igualitária, não ocorreria esse movimento dos trabalhadores. O capital será o fator que se deslocará, já que os salários serão iguais em regiões de baixa e alta produtividade. Ocorre que o capital investirá em áreas de alta produtividade e não em áreas de baixa produtividade. Como não há restrições às movimentações de capital, este deixará essas regiões e se deslocará para outras, gerando desequilíbrios regionais. Ou seja, quanto mais integrado for o mercado e mais efetiva for a união monetária, maiores serão os problemas regionais que surgirão.

Para que ocorra a viabilidade de uma União Econômica e Monetária, entendemos que as discrepâncias da taxa de produtividade dos países deve ser extinta. E para que isso aconteça, é preciso que existam políticas para redução das diferenças, como por exemplo: adoção de medidas regionais que visem maximizar a produtividade de áreas menos privilegiadas. Além disso, também é necessário que os países mais desenvolvidos estejam dispostos a frear seu desenvolvimento para ajudar outros membros.

### **Banco Central Europeu (BCE)**

O BCE é responsável pela moeda adotada pelos países membros da União Europeia, o euro. Além disso, o Banco Central Europeu é responsável pela supervisão cuidadosa das instituições de crédito localizadas na área do euro e nos Estados-Membros participantes não pertencentes à área do euro. Essa supervisão é realizada por meio do Mecanismo Único de Supervisão, que também envolve as autoridades nacionais competentes. Essa função contribui para a segurança e estabilidade do sistema bancário, bem como para a segurança do sistema financeiro na União Europeia e em cada Estado-Membro participante.

O Banco Central Europeu surgiu a partir do antigo Banco Central Alemão, o Bundesbank, que estabeleceu uma estrutura de um Banco Central independente com a missão primária de manter a estabilidade dos preços. A instituição vivenciou diversos momentos intensos na história da Alemanha, demonstrando resiliência nas crises inflacionárias e principalmente por conta das duas guerras presenciadas, por isso, demonstra solidez e robustez do banco. Além disso, o banco era conhecido como anti-inflacionista e diante disso os países membros da UE acreditavam que a consolidação do banco e a força do marco alemão contribuiriam para a estabilidade de preços para as muitas nações inflacionárias dentro do bloco. Por isso, o BCE utilizou-se dele para transparecer esta credibilidade e também para mostrar que poderia ser bem sucedido na manutenção de preços, permitindo acomodar as expectativas de inflação dos agentes econômicos (Kahn e Benolkin, 2007).

Segundo Bargas (2012), a Alemanha teve mesmo de abandonar a sua moeda forte e ser controlada pela política do Bundesbank em termos de aumento da competitividade dentro da UE, justificando a introdução do euro. Bancos e indústrias com fortes laços políticos,

especialmente no setor de exportação, são os principais defensores da adoção do euro para se afastar da rígida política monetária dos bancos nacionais independentes. Portanto, a introdução de novas moedas e novos bancos significou mais poder para a classe dominante. Desta forma, os políticos europeus podem esconder-se atrás do BCE, influenciá-lo e responsabilizá-lo pelas consequências dos elevados gastos e da elevada dívida.

Para atingir o seus objetivos, foram estipulados dois pilares que compõem a política monetária, um de análise econômica e o outro para análise monetária; e ambas foram propostas para assegurar a estabilidade de preços, “assegura uma avaliação geral dos riscos para a estabilidade de preço e reduz o risco de um erro de política, causado por excesso de confiança num único indicador, previsão ou modelo” (BCE, 2004, p. 71).

O pilar de análise econômica exemplifica indicadores de curto e médio prazos que impactam na alteração de preços, contando com fatores que interferem na atividade real e nas condições financeiras dentro da economia, sendo possível avaliar a alteração e futura evolução de preços diante da oferta e demanda do mercado num geral (consumo, serviços e trabalho), o exercício de projeção macroeconômica é o trabalho desenvolvido para analisar esses fatores, nele são analisados choques na economia, a ciclicidade da atividade econômica na zona e as previsões de inflação e da atividade econômica nos dois anos seguintes.

O segundo alicerce é a análise monetária que se volta para o acompanhamento dos mercados monetários, onde se é analisado o impacto dos indicadores monetários e da evolução da tomada de crédito na inflação e na atividade econômica da zona do euro. Nela o BCE define valores de referência para o crescimento dos agregados monetários (M3), que devem ser compatíveis com a estabilidade de preços, a taxa foi definida de 4,5% em 1998 e deve ser utilizada como um referencial e não como meta a ser atingida, tendo em vista que para o BCE não há uma relação interligada entre a evolução monetária do curto prazo com as decisões da política monetária, a instituição não persegue um *inflation target* pois não reage instantaneamente aos desvios na taxa de inflação.

O Eurosistema é formado pelos bancos centrais nacionais (BCN) da área do euro em conjunto com o Banco Central Europeu (BCE). Esse termo foi adotado pelo Conselho do BCE para descrever como o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) desempenha suas funções na área do euro. É importante fazer essa distinção entre o Eurosistema e o SEBC, pois ainda existem Estados-Membros da União Europeia que não adotaram o euro. Os BCN dos Estados-Membros não participam das decisões relacionadas à política monetária única da área do euro, uma vez que continuam conduzindo suas próprias políticas monetárias.

O Banco que coordena e administra toda a ordem do sistema financeiro europeu é independente em duas vertentes: a pessoal e a funcional. Consideramos isso porque os Estatutos do SEBC delimitam algumas regras diante das garantias de mandato do Presidente do BCN e dos membros da Comissão Executiva do BCE, dessa maneira: o mandato mínimo do Presidente do BCN é de cinco anos, já o mandato de oito anos dos membros da Comissão Executiva do BCE não pode ser reelegível. No viés funcional, o BCE também é independente, tendo em vista que o BCE e o BCN têm todos os instrumentos e força necessária para levar adiante uma política monetária eficaz e podem decidir quando a mesma será implementada. O Eurosistema não permite empréstimos a instituições comunitárias ou a entidades nacionais do setor público, o que reforça ainda mais a sua independência ao protegê-lo de qualquer influência por parte das autoridades públicas.

Como acima explicitado, o BCE em teoria é independente, porém esse assunto é questionado por Bargus (2012), pois o governador é escolhido pelos euro-membros e num trabalho em conjunto com sua equipe definirá a política monetária independente das políticas fiscais e das vontades dos governos destes estados. Dessa forma, o mesmo tem como objetivo garantir a estabilidade dos preços e cumprir as deliberações econômicas adotadas pelo Conselho da União Europeia. É importante salientar que a segunda prioridade do BCE é manter a estabilidade do sistema financeiro da zona do euro, assim, a incorporação do Banco Central Europeu (BCE) e a adoção do euro geram pressões políticas e fiscais nas nações participantes. Caso essas nações necessitem de financiamento público por meio de medidas inflacionárias, as políticas monetárias devem ser acordadas entre os membros do BCE, o que pode ser um processo complexo e suscitar divergências políticas.

### **Os Bancos Centrais Nacionais (BCN)**

O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é composto pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE, englobando todos os países da União Europeia, ou seja, independentemente de terem adotado, ou não, o euro. Já o Eurosistema é constituído pelo BCE e pelos BCN dos Estados-Membros da UE que utilizam o euro.

Para o funcionamento ideal de todo o ecossistema financeiro da zona do euro é necessário que o sistema bancário, onde são efetuadas as operações da política monetária, sejam sólidas e eficientes. Dentro dos estados membros, aproximadamente 8.000 instituições que disponibilizam crédito atuam para a realização de transações monetárias visando a manutenção da liquidez dentro da zona do euro. Os governadores dos BCN podem participar nas votações realizadas quinzenalmente do conselho do BCE, os BCN atuam como representantes do BCE para seus respectivos estados membros, atuando de maneira descentralizada alinhados com as instruções da comissão dirigente do BCE. O Banco Central Europeu é responsável pela execução de transações associadas a operações principais e de refinanciamento de prazo alargado, que constituem a maioria das operações de política monetária. Os BCN são responsáveis por compilar as propostas dos bancos e transmiti-las ao BCE, mantendo-os atualizados dos resultados dos leilões dos respectivos estados membros. Adicionalmente, asseguram a liquidação das operações através do acompanhamento dos movimentos das contas de depósito abertas pelas instituições de crédito nos BCN de cada membro. Além de gerir as reservas mínimas de caixa, os BCN supervisionam a provisão e absorção de liquidez através de facilidades permanentes. As instituições de crédito que operam em cada estado membro são obrigadas a manter as suas reservas obrigatórias em contas abertas nos respetivos BCN, que por sua vez oferecem acesso a facilidades de depósito e liquidez permanente através dessas contas. Os BCN, enquanto ainda fazem parte do Eurosistema, assumem várias outras responsabilidades. Um desses deveres inclui a compilação, produção e reporte ao BCE de estatísticas monetárias, financeiras, da balança de pagamentos e outras estatísticas económicas para toda a área do euro, específicas de cada EM. Inversamente, cabe a cada BCN a gestão de um Sistema de Pagamentos para Grandes Transações (SPGT), que interliga todos os Estados-Membros através do sistema TARGET e permite pagamentos transfronteiriços mais velozes; adicionalmente, os BCN emitem notas e moedas em conformidade com os regulamentos do BCE. Para além das suas responsabilidades no Eurosistema, os BCN também têm outras funções sob a sua alçada. O Banco de Portugal, por exemplo, supervisiona instituições de crédito e sociedades

financeiras, e desempenha um papel ativo nas relações internacionais, incluindo a representação do país junto do FMI e do Banco de Pagamentos Internacionais.

### **A Crise da Dívida Soberana**

A crise financeira global de 2008, comumente chamada de crise do subprime, foi um grande evento que teve efeitos generalizados na economia e nos mercados financeiros mundiais. Inicialmente, a crise nasceu no setor imobiliário dos Estados Unidos, mas rapidamente se espalhou para outras regiões e países. O foco da crise foi a aprovação das hipotecas subprime, que são empréstimos de alto risco concedidos a pessoas físicas com histórico de crédito fraco. Esses empréstimos tinham taxas de juros mais baixas no momento de adoção, apenas para aumentar após um período definido. O objetivo por trás desses empréstimos era oferecer acesso a imóveis para pessoas com histórico de crédito limitado ou baixa renda.

Os empréstimos subprime foram agrupados em intrincados instrumentos financeiros denominados "títulos garantidos por hipotecas" que foram comercializados para investidores em todo o mundo. Infelizmente, a grande maioria desses empréstimos subprime entrou em default (tiveram seus valores marcados a zero), o que resultou na depreciação desses títulos e causou perdas consideráveis para os investidores. O sistema financeiro experimentou uma reação em cadeia devido à crise do subprime, causando impacto generalizado. Bancos e outras instituições financeiras, tendo mantido esses títulos em seus balanços e se engajado em práticas arriscadas de empréstimo, começaram a sofrer perdas significativas. Isso ocasionou em uma perda de credibilidade do sistema financeiro e à medida que as instituições financeiras desmoronavam ou lutavam para se manter à tona, a crise se agravou e exigiu a intervenção do governo para evitar um colapso em larga escala.

Além disso, a crise financeira se transformou em uma crise global devido a três fatores. Primeiro, a crise aumentou os spreads de crédito relacionados à diferença entre as taxas dos títulos do governo e dos títulos corporativos com classificação BAA corporate, reduzindo a efetividade da política monetária porque as taxas de juros que deveriam estimular a economia ao reduzir a demanda agregada foram impedidas de cair, quando os bancos aumentaram seus spreads. Em segundo lugar, a queda nos preços dos ativos durante a crise financeira reduziu o valor das garantias, tornando mais difícil a obtenção de empréstimos por empresas não financeiras. Ademais, a deterioração dos balanços das empresas financeiras com o conhecimento necessário para mitigar problemas de seleção e risco moral levou a uma redução no volume de empréstimos concedidos. E por fim, com o aumento geral da incerteza durante a crise financeira, conseqüentemente houve um aumento das assimetrias de informação, dificultando ainda mais a capacidade dos mercados financeiros de alocar fundos para famílias e empresas (MISHKIN, 2010).

Durante a criação da UEM foram predefinidas regras orçamentárias a serem cumpridas antes e depois da entrada no bloco, apesar disso, nem sempre essas regras foram seguidas por alguns países membros, que apresentavam histórico de má gestão de suas finanças públicas e de irresponsabilidade orçamental. Devido a isso, em 2009 os mercados financeiros e as agências que estipulam notas de crédito para os ativos reagiram aumentando os spreads das taxas de juros e reduzindo a nota de classificação de crédito das obrigações da dívida soberana. Conseqüentemente, a pressão sofrida pelos mercados financeiros e ao fato de não conseguirem honrar seus financiamentos, a Grécia, Irlanda e Portugal recorrem ao

apoio financeiro da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI), sinalizando de fato que não estavam cumprindo com as regras pré- estipuladas.

Quanto à decisão do que seria feito para amenizar toda a crise vivida dentro da zona do euro, era necessário que UEM chegasse a uma decisão em conjunto, e por isso, houve algumas divergências. Os países que foram mais prejudicados (PIIGS), queriam que houvesse uma integração maior do bloco visando soluções voltadas para assistência financeira e um compartilhamento de responsabilidades diante suas dívidas. Porém os países mais desenvolvidos e com maior robustez econômica (centro e norte da Europa) tentavam realizar uma manutenção da instituição imposta, o que atribuía a responsabilidade para resolução da crise nos países mais prejudicados por ela. O lado alemão “ganhou” essa batalha e a partir daí as decisões tomadas foram impeditivas para o aprofundamento do projeto europeu. A necessidade de tomar medidas para resolver a crise não se interligava com a manutenção do status quo, o que colocou a Alemanha perante um dilema: assumir uma posição de maior comprometimento com a UE e exercer uma hegemonia econômica benigna ou tornar-se um estado mais “normal” que persegue os interesses nacionais de forma mais estrita (Guerot e Leonard, 2019, p. 6).

A falta de credibilidade dos PIIGS para com os investidores ocasionou em um aumento dos custos dos empréstimos, assim os países tinham que pagar uma taxa de juros mais elevada para esses investidores, o que prejudicou ainda mais esse grupo de países. Toda essa crise gerou dentro da zona do euro um movimento de *flight-to-quality* onde os investidores migraram seus recursos para *sovereign bonds* (títulos soberanos) de países mais seguros, deixando de aplicar em países mais vulneráveis, como: Portugal, Grécia, Itália, Irlanda, Espanha e Chipre, os quais não conseguiram refinar suas dívidas. Isso além de gerar um aumento dos *yields* (rendimentos) dos ativos mais seguros, todo o movimento contribuiu para o aumento da volatilidade e o aumento dos *yields* pagos pelos países que tinham o euro como moeda oficial.

Para amenizar a crise, os bancos centrais iniciaram uma política de injeção monetária através da compra de títulos públicos, para a estabilização dos mercados, uma das principais estratégias adotadas foi a flexibilização quantitativa (Quantitative Easing - QE), uma política não convencional. Essa expansão monetária era realizada enquanto as taxas de juros eram muito reduzidas. No entanto, é preciso enfatizar que a flexibilização quantitativa implementada pelo BCE durante esta crise é diferente da implementada por outros bancos centrais, como o Federal Reserve (Fed) ou o Banco do Japão (BoJ).

Embora a QE tradicional envolva a compra de títulos de longo prazo, como títulos do governo e títulos lastreados em hipotecas, o BCE adotou uma abordagem mais rigorosa, o QE do BCE foi basicamente a compra de títulos soberanos de curto prazo, nomeados como Securities Market Programme (SMP), além da compra de ativos atrelados a dívidas corporativas (CSPP) e a compra de obrigações do setor público (PSPP). Com todas essas estratégias, o BCE tinha como principal objetivo a redução das taxas de juros dos países que foram mais prejudicados, ampliando a liquidez dos mercados financeiros através de operações de refinanciamento a longo prazo.

Ao comprar títulos soberanos, o BCE buscava aumentar a demanda por esses ativos, reduzindo suas taxas de juros e facilitando o financiamento dos governos. Como já mencionado, os PIIGS foram os maiores prejudicados diante da crise, devido ao seu patamar

de dívida acumulado alto, devido ao seu sistema financeiro mais frágil e ao seu baixo crescimento econômico, devido a isso se tornaram cada vez mais “à parte” dentro do bloco. A UEM e o FMI intervíram com políticas econômicas de austeridade, como por exemplo: cortes nos gastos públicos, aumento de impostos, reformas estruturais e privatizações; visando evitar uma moratória desordenada, o que fez com que a desigualdade entre os países da zona do euro aumentasse e fizesse com que suas economias se vissem cada vez mais abaladas. A partir desse ponto final surge toda a problemática envolvendo os PIIGS e a principal potência econômica da UEM, a Alemanha. No decorrer da pesquisa será melhor explicitada a relação entre eles para respondermos a pergunta chave que nomeia e norteia esse trabalho.

Por fim, foi possível ter maior entendimento de como a União Europeia se organiza e funciona, dado que exploramos os conceitos de União Econômica Monetária, e compreendemos como o BCE e os BCNs atuam para manter a estabilidade econômica do bloco. Do mesmo modo que foi possível compreender a crise da dívida soberana que foi o estopim para todo o desequilíbrio econômico da zona do euro e a situação insustentável da dívida dos PIIGS. E todo o problema quando entendemos o papel da Alemanha, maior potência econômica da zona do euro, dentro da União Europeia e frente a sua atuação na crise da dívida soberana. Na próxima etapa, serão tratados individualmente o caso de cada país dos PIIGS e iremos mais a fundo na atuação da Alemanha.

### **3. PIIGS**

Neste capítulo aprofundaremos nas economias dos PIIGS e principalmente entenderemos como a dívida desses países impactou seu desenvolvimento econômico e abalou a União Europeia. Todos os aspectos envolvendo os países irão ser relacionados com a posição e atuação da Alemanha dentro do bloco futuramente. Os PIIGS foram escolhidos porque foram os países que mais sofreram com a crise da dívida em 2008 e além disso, porque tiveram altos níveis de endividamento no período, colocando a atuação da Alemanha em cheque, ponto que será abordado no próximo capítulo.

Com o início da crise, os PIIGS tornaram-se uma região com baixa credibilidade para investimentos domésticos e internacionais, sendo assim, a maioria das empresas multinacionais que se estabeleceram nesses países acabou se retirando e voltando para seus países de origem. Isso se deve à tendência do capital financeiro de localizar regiões onde possa atingir seu objetivo de máxima acumulação e valorização. Conseqüentemente, estas regiões tornaram-se menos propícias aos investimentos, sobretudo das regiões mais endividadas da Zona Euro, levando a uma perda de competitividade. Isso acirrou ainda mais a disparidade econômica entre os países que compõem a Zona do Euro, e é a única razão pela qual as pressões do mercado financeiro sobre as dívidas públicas tiveram efeitos variados nos diferentes países do bloco.

#### **Portugal**

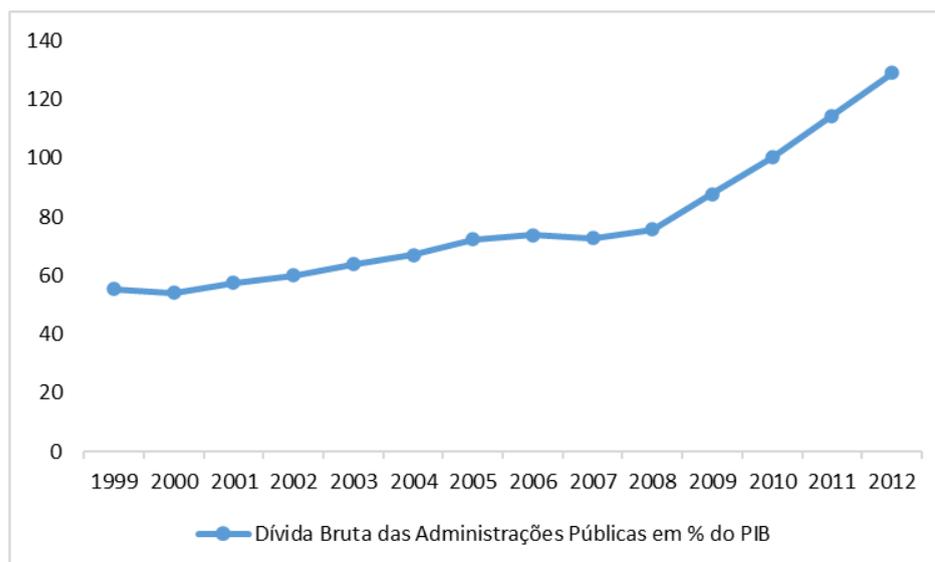
Com a entrada na zona do euro, Portugal viu um efeito positivo em suas taxas de juros, que foram reduzidas, como efeito resultante disso a demanda interna foi fortemente incentivada, o que resultou em um aumento das importações e da dívida externa do país. Porém, todo esse movimento de aumento da dívida pública devido à queda das taxas de juros da mesma, contribuíram para que o setor não transacionável aumentasse ocasionando em uma

alta dos preços. Tendo em vista isso, não seria mais possível realizar desvalorizações cambiais para que os salários reais fossem reduzidos, isso prejudicaria a competitividade do setor transacionável.

Entre 1999-2008, Portugal se afundou em uma crise econômica e registrou os seguintes dados segundo o Pordata: seu PIB cresce em um ritmo anual típico de 1,5% e a partir de 2002 um crescimento anual consistentemente abaixo de 2% (e em 2003 teve crescimento negativo). A inflação apresentou-se em média na taxa de 2,9%, não obstante em 2000 e 2001 houve um aumento de 3,6% em sua média anual. Nas transações externas de bens e serviços, o país apresentou um déficit entre 6,4% e 12,1% do PIB e por isso, houve um aumento significativo da dívida de Portugal.

Além dos dados apresentados, existiam várias áreas dentro da economia que precisavam de reformas estruturais, incluindo o mercado de trabalho, setor de justiça, educação, saúde e transporte. A recessão que foi iniciada em 2009 agravou ainda mais a situação, com déficits crônicos no orçamento nacional e do comércio externo que conduziram à perda de confiança e ao aumento da pressão do mercado sobre a dívida portuguesa. Esta evolução negativa foi impulsionada pela queda dos mercados de obrigações soberanas na Zona Euro. O rating da dívida soberana portuguesa e de outras instituições nacionais, incluindo bancos fortemente dependentes de financiamento externo, foi posteriormente rebaixado. E por isso, o Estado e os bancos viram-se incapazes de se financiar diretamente nos mercados, levando ao pedido de ajuda financeira externa tanto à UE como ao FMI.

Como já bem explicitado, o gráfico abaixo demonstra a dívida pública de Portugal em porcentagem do PIB, abrangendo os anos de 1999 até 2012. E concluímos que desde a entrada dele na zona do euro e devido ao descumprimento das normas impostas para entrada no bloco e um certo descaso de seus fiscalizadores, houve um aumento significativo de sua dívida pública no período.



Fonte: PorData.

Assim surgiu o programa de ajustamento financeiro em Portugal que constava com a transferência de 78 bilhões de euros que foi previsto para o período entre 2011 e 2014, esse valor seria lançado pelo FMI e pela União Europeia. O programa (PEC) previa medidas de atuação em 3 frentes: no setor financeiro, nas finanças públicas e nas mudanças estruturais do país. No setor financeiro o programa prezava pela manutenção de sua estabilidade, umas das principais medidas adotadas foi a nacionalização do Banco Português de Negócios (BNP), para proteger os depósitos de clientes e evitar que os problemas existentes prejudicassem o banco, essas medidas de preservação visavam a venda do banco futuramente, o que aconteceu em julho de 2011. Para manter a liquidez do setor financeiro, foi acordado pelas autoridades monetárias de facilitar a emissão de obrigações bancárias, com um limite de 35 bilhões de euros, além disso, para desalavancar o sistema bancário foram estabelecidas proporções mínimas para solvabilidade dos capitais dos bancos e juntamente com essa prática também foi realizada uma maior fiscalização do setor bancário.

Com relação às contas públicas, o país se comprometeu a realizar uma consolidação orçamentária, onde de acordo com o programa estabelecido foi traçada uma meta para redução do déficit das contas públicas, onde em 2011 previa-se um valor abaixo de 5,9% do PIB, 4,5% em 2012 e 3% em 2013. Para que as metas fossem atingidas foram instauradas várias políticas para diminuição das despesas e aumento da receita. Para aumentar a receita, foram extintas taxas reduzidas do Imposto de Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) e o imposto estadual sofreu um aumento, além disso, aumentaram os descontos para Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), onde se implementaram limites máximos para as deduções fiscais e também reduziram as isenções no Imposto sobre o Valor Agregado (IVA) e a sua taxa foi aumentada para diversos bens e serviços. Acerca das despesas, foram impostas medidas para melhorar o desempenho da administração central, reduzindo o número de serviços públicos e reorganizando as administrações de todos os âmbitos governamentais e de sua redução de custos (diminuição no número de escolas e hospitais), além disso, houve uma redução de custos com o capital humano, sendo realizados o congelamento de salários e pensões. Ainda tiveram ajustes de caráter estrutural, visando reduzi-los, os custos operacionais do Setor Empresarial do Estado (SEP) foram reestruturados, reduzindo seu limite de dívida e seus custos no geral. Houve um forte movimento para privatizações de diversas empresas e algumas empresas mistas (públicas - privadas) passaram por revisões e auditoria. Em relação à saúde, os usuários foram obrigados a pagar taxas mais altas pelo Sistema Nacional de Saúde e os profissionais de saúde foram incentivados a prescrever mais medicamentos genéricos em vez de medicamentos de marca para limitar os gastos do governo. Adicionalmente, a rede hospitalar passou por uma reorganização para agilizar e centralizar os serviços de saúde oferecidos. E por fim, em relação ao mercado de trabalho, foi implementada uma revisão do sistema de subsídios de desemprego, que implicou uma redução tanto do montante do subsídio de desemprego quanto da sua duração máxima, bem como uma diminuição das indenizações por cessação de emprego. Essas mudanças foram feitas para aproximar o país do nível médio da União Europeia. Além disso, foram feitas modificações na regulamentação dos contratos de trabalho para abordar a questão da segmentação do mercado de trabalho e incentivar o uso de contratos sem termo.

Como resultado das medidas de austeridade implementadas para solucionar a crise em Portugal, o país afundou em uma profunda recessão. Durante o último trimestre de 2010, o PIB real apresentou uma queda em relação ao trimestre anterior. A esta queda seguiu-se um

prolongado período de recessão, com a duração de nove trimestres consecutivos, que se prolongou até ao 2º trimestre de 2013. A partir do 2º trimestre de 2010, o PIB contraiu de forma sistemática, situando-se abaixo da média da União Europeia. Isto acentuou a divergência entre a economia portuguesa e a economia coletiva da União Europeia.

As entidades económicas da União Europeia se recusaram firmemente a reconhecer a crise como uma crise do euro. Em vez disso, optaram por atribuí-la à indisciplina financeira de governos ineptos e ao descompasso entre evolução salarial e produtividade, mesmo quando países sem problemas de déficit e dívida pública, como Irlanda ou Espanha, foram atingidos pela crise. Essa interpretação da crise resultou em uma remodelação dos estabelecimentos da União Europeia. Assistiram a uma crescente transferência da soberania orçamental e monetária para os órgãos políticos da União. Infelizmente, esta transferência não vem acompanhada de qualquer reforço dos recursos orçamentais da União.

A forma como a austeridade foi vivida em Portugal sugere que a contenção dos déficits e da dívida pública não foi feita de forma eficiente, apesar dos resultados mais rápidos do que o previsto na reversão do déficit externo. Ambos os resultados foram fortemente influenciados pelo impacto negativo do programa (PEC), que foi maior do que inicialmente previsto. Devido à inesperada recessão económica, as receitas e despesas públicas não seguiram a direção ou os valores projetados. Embora o déficit externo tenha diminuído, que deveu-se sobretudo à redução das importações, resultante de quedas significativas do investimento e do consumo, e não ao aumento das exportações decorrente da redução dos custos salariais. Por outro lado, as consequências sociais do ajuste, que incluíram emprego, desemprego, falta de assistência social, aumento das desigualdades e emigração, foram catastróficas.

## **Irlanda**

Na Irlanda, a origem da crise da dívida soberana é bem diferente da sofrida por Portugal e Grécia, pois o país não detinha o mesmo histórico de déficit orçamentário e dívidas públicas exorbitantes. A Irlanda tinha um histórico exemplar e o principal problema enfrentado pelo país foi devido ao “boom” e quebra da demanda no setor imobiliário e à crise do sistema bancário.

De 1990 até 2007, a economia da Irlanda experimentou um crescimento significativo. Segundo dados do Trading Economics, a taxa de crescimento passou de 1,9% para 10,6% entre 1991 e 2000, e variou de 3,7% para 6,1% no período de 2001 a 2007. Além disso, o desemprego apresentou notável queda, passando de 14,7% para 4,7% entre 1991 e 2007. A primeira fase desse crescimento económico, ocorrido na década de 1990, foi impulsionada pelo aumento do Investimento Estrangeiro Direto (IED) e das exportações. As empresas norte-americanas dos setores farmacêutico e tecnológico, como Intel, Dell e IBM, que se estabeleceram na Irlanda, foram as responsáveis por esse crescimento. Entre 1991 e 2013, ao examinar o valor total das importações e exportações irlandesas como porcentagem do PIB (a preços constantes), a tendência mostra uma trajetória crescente que é consistentemente maior para as exportações do que para as importações. Nesse período, o valor das exportações mais que dobrou entre 1991 e 2001.

Com a entrada na zona do euro, o mercado financeiro mostrou-se positivo devido à redução dos spreads das taxas de juros do financiamento da dívida soberana. Junto a isso, foi

registrada uma queda das taxas de juro dos empréstimos concedidos a particulares e empresas, bem como uma flexibilização dos critérios utilizados para avaliar a capacidade de reembolso dos devedores. Com o crédito cada vez mais acessível, aliado aos incentivos fiscais vigentes na Irlanda para o setor imobiliário, o fluxo de imigrantes e o aumento dos salários, inúmeras famílias optaram por investir no mercado imobiliário. Com o aumento dos preços das moradias, havia expectativa de lucro com a venda das casas compradas. De 1999 a 2007, o custo médio de imóveis novos e usados duplicou, isso fez com que muitas famílias contraíssem dívidas significativas, o que, por sua vez, causou um superaquecimento dos setores imobiliário e bancário. Foi possível notar esse crescimento do mercado imobiliário também na construção de novos imóveis, que também duplicou (construíram 46.512 casas em 1999 e 93.419 casas em 2006), devido a isso houve também um aumento da taxa de emprego no período.

O aquecimento do mercado imobiliário se deu principalmente por conta do setor bancário, pois a alta busca por financiamento gerou um elevado endividamento dos bancos, os depósitos que os mesmos detinham não eram suficientes para corresponder a demanda e os bancos precisaram se financiar com outras instituições financeiras e investidores externos. O mercado imobiliário representava um risco iminente para os bancos irlandeses, com numerosos economistas alertando sobre a insustentabilidade do crescimento perpétuo dos preços da habitação. Quando a bolha imobiliária eventualmente estourasse, os bancos poderiam não receber o reembolso dos empréstimos concedidos a famílias e empresas por falta de liquidez. Além disso, a solvência dos bancos poderia estar em risco, uma vez que o valor de seus ativos, principalmente ligados ao setor imobiliário, aumentou significativamente a cada ano e em 2008 a bolha estourou.

À medida que os preços das casas começaram a despencar, as taxas de juros simultaneamente começaram a subir. Essa mudança repentina causou um declínio acentuado no investimento no mercado imobiliário. Tanto as famílias como as empresas privadas contraíram empréstimos que não conseguiram reembolsar, o que gerou efeitos negativos. Além disso, os bancos sofreram porque uma parcela significativa de seus ativos estava associada ao mercado imobiliário, como já exposto anteriormente. Esses fatores internos foram agravados pelo impacto da crise financeira global, principalmente após a falência do Lehman Brothers. Como resultado, os bancos irlandeses lutaram para pagar seus empréstimos externos e para proteger o sistema bancário irlandês de maiores danos, o governo irlandês estabeleceu a Lei e o Programa de Apoio Financeiro às Instituições de Crédito, com o objetivo de fornecer assistência financeira interna e externamente, as políticas implementadas buscavam assegurar os depósitos e dívidas dos seis principais bancos irlandeses e das suas subsidiárias no estrangeiro, esse ato duraria de setembro de 2008 até setembro de 2010 e o Ministro das Finanças decidiria se os bancos precisariam ou não de intervenção estatal.

Além disso, entre 2009 e 2010, o Estado injetou 46 bilhões de euros no capital social de cinco grandes instituições bancárias irlandesas e criou a Agência Nacional de Gestão de Ativos (NAMA) para supervisionar a aquisição, administração e liquidação de ativos bancários relacionados a imóveis, de acordo com relatório da Comissão Europeia em 2011. O envolvimento do Estado no setor bancário da Irlanda resultou em complicações nas finanças públicas do país. Com isso, o saldo orçamentário de 2010 foi registrado em -30,6% do PIB, e a dívida pública passou para 91,2% do PIB do país. Esses significativos desequilíbrios financeiros levaram o governo irlandês a lançar o Plano de Recuperação Nacional, que

compreendeu uma série de ações destinadas a promover a restauração do crescimento econômico duradouro e a estabilidade das finanças públicas da Irlanda. O novo programa foi implementado entre 2011 e 2014 e tinha como objetivo complementar o programa de ajuda externo promovido pela UE e pelo FMI, assim, o país precisou contar com o apoio dessas instituições pois não conseguia mais se financiar com o mercado financeiro devido às altas taxas de juros e ao rebaixamento do *rating* de suas obrigações. O programa de ajustamento irlandês promovido pelas instituições externas injetou 85 bilhões de euros na economia, e para que o país recebesse esse financiamento foram estipuladas diversas avaliações durante o programa para verificar se tudo andaria conforme o planejado.

As políticas implementadas consistiam em três principais pilares: o setor bancário, as contas públicas e as reformas estruturais. Dentro do setor bancário o objetivo principal era retomar a credibilidade das instituições, a partir da recapitalização e reorganização e redução do tamanho dos bancos. Além disso, foram delimitadas estratégias para limitar as dívidas de consumidores muito endividados para que os credores e investidores não fossem afetados negativamente. O programa de ajuste previa que vários dos ativos dos bancos, incluindo hipotecas, relacionados ao mercado imobiliário, seriam vendidos por meio do NAMA. Para o Anglo Irish Bank e o Irish Nationwide Building Society (INBS), os dois bancos irlandeses com maior exposição à crise financeira que posteriormente se fundiram num único banco nacionalizado denominado Irish Bank Resolution Corporation, o programa de ajustamento estipulava que o Estado tentaria minimizar as perdas de capital para os investidores, sendo o próprio Estado a cobrir essas perdas. Além disso, reconheceu-se que pode ser necessário que o Estado forneça capital adicional a estes bancos e que os seus depósitos sejam transferidos para outras instituições bancárias.

No quesito das finanças públicas foram traçadas várias medidas de consolidação orçamental, assim a Irlanda teria que realizar uma consolidação orçamental de 15 milhões de euros entre 2011 e 2014, o que representaria uma correção de 9% do seu PIB. Os principais focos para redução das despesas eram as pensões, auxílios sociais e os salários dos servidores públicos e as medidas realizadas de fato foram a redução do efetivo de funcionários públicos, realocação para áreas que tinham mais demanda e a diminuição dos salários, é importante salientar que tudo isso foi feito entre o governo e os sindicatos de servidores públicos. Para o aumento da receita foi definido o aumento dos impostos sobre o rendimento e a taxa sobre o IVA passou de 21% para 23% em 2014, ademais a tributação sobre aquisições de capital e seus ganhos também aumentaram.

A economia irlandesa passou por uma reforma estrutural como parte do Plano de Recuperação Nacional. O Plano visava aumentar a competitividade e o crescimento através da implementação de uma série de medidas, incluindo a redução do salário mínimo nacional, a reforma dos subsídios e apoios sociais e a promoção da criação de emprego, reduzindo o desemprego de longa duração. Adicionalmente, o Plano procurou fomentar a eficiência da administração pública para reduzir custos no setor privado e melhorar a infraestrutura tecnológica tanto no domínio público como no privado. Em novembro de 2013, o governo irlandês optou por concluir o programa de ajuste sem recorrer a um programa de precaução. Embora a dívida pública tenha continuado a aumentar, os déficits orçamentais diminuíram significativamente – de 30,6% do PIB em 2010 para 7% do PIB em 2013. Esta recuperação substancial das finanças públicas teve um efeito cascata no sistema bancário e os bancos conseguiram voltar a recorrer ao mercado financeiro e se financiar com baixas taxas de juros.

Dessa forma, é possível concluir que o plano implementado na Irlanda foi bem sucedido no que se comprometeu. No primeiro relatório feito sobre o programa e avaliando tudo o que foi realizado, a Comissão Europeia (2014) e o Fundo Monetário Internacional (2014) chegaram à conclusão de que os ajustes observados durante o programa persistiram mesmo após o seu término. No entanto, sugeriram que mais esforços poderiam ser feitos para a consolidação orçamental, com o intuito de reduzir a dívida do setor privado. Apesar destes desafios, o peso do setor imobiliário na economia irlandesa diminuiu significativamente, e o mercado financeiro deu sinais de recuperação, nomeadamente na reestruturação de créditos.

## **Itália**

Embora a Itália não atendesse a todos os critérios de convergência para entrada na zona do euro, como ter uma relação dívida/PIB abaixo de 60%, ainda demonstrou um forte compromisso de cumprir os padrões estabelecidos pelos líderes europeus. E a partir de dados do World Economic Outlook do FMI, obtivemos como resultado, em 1998, apesar de um déficit fiscal de 2,7% do PIB, a inflação caiu para 1,8% e a diferença entre os títulos italianos e alemães tornou-se quase inexistente, permitindo que a Itália obtivesse a aprovação das instituições europeias e ingressasse na zona monetária ao lado de outras dez nações.

Quando a crise começou, apenas os países: Grécia, Irlanda e Portugal, foram afetados. À medida que a crise se expandia por toda a região, os resultados tornaram-se incertos e o destino da União Europeia foi posto em causa. A apreensão do mercado com o alastramento da crise foi um fator significativo para o forte golpe da Itália. Esse medo foi ampliado pela resposta limitada do Banco Central Europeu e pela discordância evidente entre os governos da zona do euro sobre como lidar com a crise. Além disso, o grande estoque de dívida da Itália a marcou como o próximo elo fraco na zona do euro, o que é demonstrado pela forma como os investidores se comportam nos mercados de títulos. A falta de fé na Itália foi intensificada ainda mais pela ausência de estabilidade do sistema político, pela reputação de corrupção e oportunismo da classe política e pela ascensão de forças populistas.

Consequentemente, houve um aumento significativo nos spreads de *credit default swap* para os bancos, e o estresse no mercado de dívida soberana foi rapidamente transferido para os intermediários financeiros italianos. Durante o período de crise, os bancos italianos reduziram seus padrões para tomada de empréstimo, o que levou a um aumento nas margens de lucro cobradas sobre os empréstimos e a uma redução na disponibilidade de crédito para o setor privado. A combinação de alta dívida pública e corrupção dentro do governo italiano, juntamente com a crise econômica global, resultou em perda de confiança do mercado e instabilidade fiscal. A Itália, segundo o FMI, era a terceira maior economia da região, com uma dívida de pouco mais de € 2 trilhões (incluindo principal e juros), e com € 250 bilhões com vencimento em 2012, tinha problemas estruturais muito graves, incluindo um mercado de trabalho deficiente com uma taxa de desemprego de 9,8%, e falta de competitividade. A partir daí foram implementadas políticas de austeridade, visando o superávit primário a partir da diminuição da despesa pública e do aumento da carga tributária.

O objetivo dessa estratégia era restaurar a confiança do mercado, melhorar o ambiente de negócios, promover o crescimento econômico e reforçar a sustentabilidade fiscal. Uma das medidas propostas era introduzir uma reforma constitucional que incluísse

uma provisão orçamentária equilibrada em conformidade com o Pacto Fiscal, bem como definir os princípios fundamentais deste orçamento para todo o setor público. Adicionalmente, a sustentabilidade da dívida pública estaria alinhada com o quadro jurídico da zona do euro, ademais foram implementadas mudanças no sistema de pensões, visando a redução da despesa no curto prazo e melhorar a durabilidade saudável do programa à longo prazo e para isso a idade legal da aposentadoria aumentou, o que fez com que a quantidade dos benefícios fosse reduzida.

As medidas foram implementadas para reduzir a dívida/PIB do país, porém o resultado não foi atingido conforme o esperado, tendo em vista que em 2007 a relação da dívida ao PIB era de 107% e em 2010 o valor subiu para 120%. Isso foi consequência da incessante queda do crescimento do país, além da menor credibilidade e pelo aumento dos rendimentos requeridos pelos credores do Estado italiano. Os produtos exportados pela Itália, em sua maioria, possuem um baixo valor agregado, isso prejudica a competitividade de seus produtos. Além disso, durante o período foram implementadas medidas de flexibilização no mercado de trabalho, causando efeitos adversos nos segmentos sociais e áreas geográficas tradicionalmente mais fracas na Itália, resultando em uma queda no consumo devido à queda dos salários. Apesar das tentativas de aumentar o investimento privado e o gasto público, a trajetória da Itália foi marcada pela redução da demanda agregada.

## **Grécia**

Com a entrada da Grécia na zona do euro, sua economia demonstrou um crescimento potencial entre 2001 e 2006, e teve as maiores taxas de crescimento diante dos outros países integrantes. O país apresentava baixas taxas de juros devido a confiança dos mercados e a maior flexibilidade do mercado financeiro diante da moeda única, isso refletiu num aumento da tomada de crédito que gerou uma demanda interna mais alta. Apesar disso, ainda existiam receios perante a falta de competitividade grega e ao seu nível de endividamento externo, que se deu devido a problemas estruturais de sua economia. Outro fator que indicava a perda de competitividade do país foi o custo da mão de obra, onde os salários aumentavam num ritmo superior ao da média da zona do euro e isso impactou indiretamente e negativamente a balança corrente do país, pois a produção grega se mostrava custosa, fazendo com que o país não fosse um exportador atrativo perante aos outros e fazendo com que os países buscassem outros parceiros comerciais com menor custo do produto final. A Grécia e Portugal foram os países que, desde que aderiram ao euro, apresentaram os maiores déficits em suas balanças correntes, apesar disso o crescimento grego, nesse primeiro momento não foi afetado, tendo aproximadamente um crescimento médio de 4% a.a.

A partir de 2009, com a grande crise vivida mundialmente e com o anúncio do Primeiro-Ministro George Papandreou no Conselho Europeu de que o déficit orçamental no ano de 2009 seria de 12,7% do PIB (quase o dobro do que tinha sido avisado anteriormente) e o stock da dívida soberana seria de 113% do PIB (EuroStat), a confiança do mercado financeiro foi abalada, isso porque esses números eram muito superiores aos definidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Segundo Arghyrou e Tsoukalas (2010), a crise na Grécia em relação à dívida soberana ocorreu devido a três fatores. Em primeiro lugar, durante o período 2001-2009, vários indicadores macroeconômicos deterioraram-se, conduzindo a uma falta de competitividade externa e a um nível de finanças públicas insustentável, como já

comentado. Em segundo lugar, as expectativas do mercado mudaram devido ao fracasso do governo grego em se comprometer com a implementação de reformas estruturais que não foram amplamente aceitas pela população grega. E por fim, os mercados perceberam um risco de falência quando a garantia implícita da dívida grega foi revogada por outros estados membros da Área do Euro, principalmente a Alemanha. A cláusula de "não resgate" do Tratado de Maastricht complicou ainda mais as coisas, levando as agências de classificação a rebaixar a classificação da dívida pública grega e das instituições bancárias, o que, por sua vez, afetou a capacidade de financiamento da dívida, já que muitos investidores na dívida soberana grega eram bancos.

E assim, como Portugal, a Grécia sofreu com o aumento dos spreads das taxas de juros e não era mais possível buscar financiamento no mercado financeiro, assim o governo grego contou com a ajuda externa da UE e do FMI em 2010. O programa vigoraria entre 2010 e 2013 e o valor injetado na economia grega seria de 110 bilhões de euros, isso junto de um acompanhamento próximo para o cumprimento do programa que contava com objetivos a serem alcançados em curto e médio prazo. A curto prazo, a principal meta a ser atingida era a consolidação orçamental, visando uma maior estabilidade do setor bancário, já a médio prazo estava prevista uma melhora na competitividade externa e da organização estrutural da economia, para entrada de capital estrangeiro.

No entanto, as expectativas de curto prazo não eram otimistas devido ao elevado nível de consolidação orçamental necessário para a Grécia cumprir os limites do déficit e da dívida pública definidos no PEC. Este esforço foi ainda dificultado pela recessão econômica vivida na Grécia e na Zona Euro. No âmbito das despesas para maximizar o impacto da consolidação orçamental, as despesas com salários e transferências sociais tiveram que ser reduzidas, assim houve um corte nas pensões, redução do salário de servidores públicos, corte de efetivo e das transferências para empresas públicas. Assim, no setor público, os pagamentos de 13º foram suspensos e foram feitas algumas compensações em seus salários. Nas receitas, foi preciso aumentar os impostos diretos, pois representavam uma porcentagem menor da receita advinda da tributação e como em Portugal e Irlanda houve um aumento nas taxas do IVA, além do aumento da tributação sobre alguns bens de consumo específicos, como: bebidas alcoólicas, o tabaco, os combustíveis e bens de luxo.

No que diz respeito ao setor financeiro, as medidas tomadas foram menos rigorosas na Grécia do que na Irlanda, uma vez que o setor bancário grego não foi tão severamente afetado pela crise financeira global quanto o irlandês. O governo grego forneceu 17 bilhões de euros adicionais ao pacote de apoio financeiro aos bancos, além dos 11 milhões de euros que já haviam sido distribuídos em 2009. Para garantir uma supervisão bancária eficaz, a frequência e a velocidade do relatório de dados estatísticos foram aumentadas, *stress tests* regulares foram implementados para instituições financeiras, foi aumentado o número de colaboradores responsáveis pela supervisão e foi estabelecido um processo de recrutamento mais adaptável para esta função. Era de extrema importância que o mercado voltasse a confiar na economia grega para que todos os esforços feitos dentro do setor financeiro e das finanças públicas fossem reconhecidos, o governo precisou mostrar que realmente estava empenhado com a melhora da economia.

Para a restauração dessa credibilidade da economia grega, a área responsável pela produção de documentos com os dados estatísticos do governo tornou-se independente e os

relatórios se tornaram mais constantes, devido à recursos destinados para isso. Além disso, o governo passou a realizar e aprimorar o sistema de controle de compromissos do setor público, para que as informações a serem passadas não atrasassem e para que os relatórios fossem apresentados com uma visão de curto e médio prazo. As auditorias nas empresas públicas foram intensificadas, ademais tudo isso também foi implementado no setor de saúde pública, que passou a disponibilizar suas contas auditadas e aprimoraram sua parte contábil.

Como já abordado, os altos salários no mercado de trabalho prejudicavam a competitividade da Grécia, por isso, foi de extrema importância realizar cortes nesses elevados custos e acrescentar flexibilidade ao mercado. Assim, em um esforço para promover o emprego jovem e combater o desemprego de longa duração, o governo alterou a legislação de negociação salarial do setor privado. Isso incluía provisões para redução do pagamento de horas extras, um salário mínimo para novos funcionários e mudanças nas leis de proteção ao emprego. Concretamente, alargou-se a duração dos estágios, reduziu-se a indenização por demissão e tornou-se mais acessível o contrato de trabalho temporário. Além disso, o sistema de pensões foi considerado insustentável e em risco de insolvência. Para evitar isso, o governo propôs a consolidação de todos os fundos de pensão em três entidades e a introdução de um novo sistema que alinhasse melhor as contribuições com os benefícios. Foi implementado um sistema de pagamentos simplificado e os processos dentro da administração pública foram melhorados. Além disso, o número de administrações locais foram enxugados, para combater exageros e corrupção.

Em 2013, verificou-se que as metas definidas para os stocks da dívida e os déficits orçamentais eram muito otimistas e que não teriam como ser alcançados, tendo em vista que segundo dados da Eurostat o déficit orçamental se manteve superior a 8% do PIB e a dívida pública extrapolou 170% do PIB em 2011 e 2013, a dívida só foi mais baixa em 2012 porque uma parte de sua dívida foi perdoada. Considerando a competitividade externa, as exportações não tiveram um desempenho tão bom quanto o esperado, tendo movimentos pouco relevantes no acumulado entre 2009 e 2013.

Em 2012, foi traçado um novo programa de ajustamento, nele as estratégias implementadas em 2010 continuariam a ser realizadas, mas com as métricas ajustadas para o novo programa. Inicialmente, projetava-se que os saldos orçamentários de 2012 e 2013 seriam de -7,3% e -8,4% do PIB, respectivamente. No entanto, acabaram correspondendo a -8,9% e -12,7% do PIB, respectivamente (Déficit público grego foi de 9,1% do PIB em 2011; O Globo). Em 2012, a dívida pública observada foi mesmo inferior à estimada, embora apenas em 3,3 pontos percentuais. Por outro lado, em 2013, ocorreu o oposto. Pode-se inferir que o impacto pretendido das medidas de consolidação orçamental não foi alcançado. Além disso, foi feito um ajuste para levar em conta a taxa de crescimento esperada, mas acabou sendo subestimada. Portanto, concluímos que o governo grego não conseguiu implementar uma consolidação fiscal na medida prevista nos programas de ajuste. Apesar de reconhecer algum esforço de consolidação até 2012, ficou aquém das expectativas e em 2013 quando findou o programa, constatou-se que o país ainda estava com uma dívida pública muito elevada e necessitava de ajuda externa.

## Espanha

Entre 2000 e 2007, a Espanha experimentou um aumento significativo em seu Produto Interno Bruto (PIB), atingindo aproximadamente 34,5%. Este crescimento foi acompanhado por uma taxa média de crescimento anual de 3,8% e um notável aumento de 9,8 pontos percentuais no PIB per capita. Além disso, a Espanha conseguiu manter uma taxa de inflação controlada em torno de 3%. Em termos de emprego, o país testemunhou um aumento impressionante de aproximadamente 12,2 pontos percentuais durante este período (Bank of Spain, 2017).

No período anterior à crise, a Espanha assistiu a uma expansão significativa do setor imobiliário, com a maior parte do financiamento a provir de fontes privadas. O crédito para aquisição de habitação registou um crescimento médio anual de 20%, enquanto o crédito para empresas de construção e serviços imobiliários registou um crescimento médio anual de 29% (Banco de Espanha, 2017). Durante este tempo, houve um aumento substancial na atividade de construção e nos preços da habitação. Isso foi resultado direto do crescimento do setor imobiliário e do aumento do financiamento da indústria. Além disso, as baixas taxas de juros contribuíram para que as pessoas obtivessem maiores créditos hipotecários, vinculados a perspectivas de aumento da renda futura. A disponibilidade de terras e o fluxo de imigrantes também contribuíram para o “boom” do mercado imobiliário. Apesar do aumento da oferta, os preços das casas experimentaram um aumento significativo, dobrando de valor quando ajustados pela inflação. Essa tendência de alta de preços persistiu até os anos anteriores à crise na Espanha, resultando em bolhas especulativas e preços inflacionados muito acima dos preços de equilíbrio do mercado imobiliário. Consequentemente, estes fatores e desequilíbrios, conjugados com o elevado endividamento das famílias e das instituições não financeiras, contribuíram para uma transmissão substancial da crise iminente, tornando o sistema financeiro mais suscetível a flutuações dos preços imobiliários e a choques adversos na economia.

A adoção do euro eliminou os riscos relacionados à taxa de câmbio e esse movimento permitiu que a Espanha tomasse empréstimos no euro para cobrir seus déficits em transações correntes. Em 2007, a dívida privada da Espanha atingiu o recorde histórico de 317% de seu PIB, principalmente devido à bolha imobiliária. A dívida pública, por outro lado, era de apenas 60% do PIB. Para manter o crescimento, a Espanha contou fortemente com o fluxo de crédito no país, o que levou a uma rápida expansão do déficit. Infelizmente, a promoção de bolhas especulativas, que ocorrem com frequência em países com alta entrada de capital estrangeiro como a Espanha, gerou uma crise de dívida privada que devastou o país. Embora parte da dívida privada tenha sido transferida para a esfera pública, não foi suficiente para reduzir o peso da dívida.

Além disso, a Espanha ainda enfrentava uma crise dentro do setor bancário, devido principalmente às “*cajas de arroyo*” (caixas econômicas), que eram instituições de crédito bem similares aos bancos. Porém não tinham acionistas formais e não realizavam distribuição de lucros, eles tinham um sistema de “*cuota participativa*” onde os detentores delas tinham apenas direitos políticos, assim, poderosos líderes políticos exerciam papéis relevantes dentro das entidades. Dessa forma, era um grande desafio para as *cajas* se tornarem atrativas para investimentos, pois não tinham como objetivo a maximização de valor para o acionista e em vez disso, as *cajas* direcionaram seus lucros para iniciativas sociais e culturais e programas de assistência social, refletindo seu compromisso com objetivos políticos. Consequentemente, as *cajas* estavam sujeitas à supervisão política e utilizadas para financiar inúmeros

empreendimentos imobiliários que serviam aos interesses das elites políticas regionais, garantindo sua continuidade no poder e a reeleição.

Diante disso, o governo espanhol elaborou diversos planos de reestruturação das *cajas*, visando a manutenção do sistema bancário. Porém, o governo demorou cerca de 3 anos para realizar as devidas mudanças, e somente em 2008 medidas mais específicas foram tomadas para lidar com questões de liquidez, como a criação do FAAF e a implementação de garantias de dívida. No entanto, as ações tomadas a partir de 2009 para recapitalizar o setor mostraram-se insuficientes. O FROB, também conhecido como Fundo para a Reestruturação das Ordens Bancárias, alocou 11,5 mil milhões de euros em julho de 2009, mas nove meses depois revelou-se que ainda faltavam 15,15 mil milhões de euros de capital adicional (El País, 2011). A reestruturação abrangente do setor financeiro não começou até 2009. Consequentemente, quando as maiores instituições estavam sendo reestruturadas no final de 2011, a posição fiscal do país já estava enfraquecida. Outro ponto que corroborou para esse atraso, foram questões políticas que com as eleições em 2008, fizeram com que os governantes postergassem ainda mais as reformas.

Em contraste com a Grécia, não havia perigo imediato de inadimplência da Espanha neste momento específico. A Espanha conseguiu manter uma relação dívida/PIB dentro dos parâmetros estabelecidos pelo Acordo de Maastricht. Além disso, ao contrário da Grécia, a maior parte da dívida nacional da Espanha era detida por seus próprios cidadãos. No entanto, o fator significativo na situação espanhola foi o tamanho imenso da dívida pública do país, que no final de 2010, se totalizava em aproximadamente 638 bilhões de euros.

A responsabilidade pela supervisão e resolução dos bancos foi delegada nos Bancos Centrais Nacionais, cabendo ao Banco Central Europeu a responsabilidade por ceder liquidez e pela qualidade de *Lender of Last Resort*. O princípio que orienta o Credor de Última Instância é a concessão de empréstimos a instituições financeiramente estáveis que estejam passando por problemas de liquidez, ao mesmo tempo em que permite que instituições insolventes enfrentem o mercado de forma independente. No entanto, dentro da zona euro, o estado de solvência de muitas instituições era apenas conhecido pelos bancos centrais nacionais, o que gerava um conflito de interesses entre o Banco Central Europeu e os Bancos Centrais Nacionais, e assim, esse impasse rapidamente se estendeu a instituições novas e estabelecidas na zona do euro.

Além disso, havia inúmeras incertezas e queixas em torno do papel do Banco Central Europeu como prestador de último caso. O mesmo, enfrentou desafios no cumprimento de suas funções, pois suas intervenções nem sempre ocorreram no momento ideal e adequado para atender às necessidades de liquidez de várias crises bancárias nacionais. Devido à ineficácia do papel do Banco Central Europeu, os países falharam em resolver prontamente as questões de solvência, resultando em uma transição de uma crise de solvência para uma crise de liquidez. Isso levou a uma dependência de capital estrangeiro para financiamento e uma parte significativa dos passivos bancários sendo detidos por entidades estrangeiras.

Uma vez evidenciada a magnitude do problema, o governo espanhol viu-se obrigado a destinar consideráveis recursos para o resgate de algumas instituições financeiras. Isso, por sua vez, levou a um aumento do déficit público durante um período de baixa receita e, posteriormente, resultou em um rebaixamento das classificações de crédito das notas de títulos espanhóis pelas agências de classificação (Fitch). Consequentemente, uma onda de desconfiança varreu o mercado, desencadeando uma corrida aos bancos e causando uma queda nas ações dos bancos, bem como uma desvalorização dos produtos financeiros. Antes

da crise do subprime, a Espanha vinha experimentando superávits fiscais significativos. No entanto, a partir de 2009, o país enfrentou um déficit de 11,1% do PIB, levando o governo espanhol a implementar medidas visando à redução de gastos. Isso incluiu um corte de gastos aprovado de aproximadamente 15 bilhões de euros para o período entre 2010 e 2011. Entre as medidas implementadas estão uma redução de 5% nos salários dos funcionários públicos em 2010 e um congelamento salarial em 2011, além de 6 bilhões de euros reduzidos nos investimentos feitos pelo governo.

Em junho de 2012, a Espanha se viu em uma posição em que não teve escolha a não ser buscar ajuda de fontes financeiras externas. A fonte primária dessa ajuda veio do FEEF, e embora a Comissão Europeia, o BCE e o FMI também estivessem envolvidos no processo. É importante notar que a Espanha não passou pelo que é comumente chamado de "plano de resgate", mas teve que contar com empréstimos de fontes europeias. Embora esse empréstimo tenha vindo com certas condições e exigido ajustes a serem feitos, não resultou em uma tomada completa dos negócios financeiros do país. O montante total da ajuda recebida pela Espanha ascendeu a 100 bilhões de euros, tendo como objetivo apoiar o setor bancário do país e restabelecer o seu acesso ao mercado. Em termos mais simples, a Espanha só precisava de ajuda financeira para recapitalizar as instituições bancárias que haviam sido severamente impactadas pela crise financeira de 2008, principalmente devido ao seu envolvimento na bolha imobiliária. Foram necessárias medidas de austeridade para conter a crise, porém bem menos arrojadas que em outros membros dos PIIGS, mas que tiveram reflexos negativos na economia do país.

Por fim, é possível perceber alguns pontos de intersecção entre como os PIIGS se viram imersos em uma crise econômica e as medidas utilizadas para que tentassem sair dela. Primeiro notamos uma irresponsabilidade econômica de todos eles, onde a maioria não se encontrava com os parâmetros predefinidos pelo tratado de Maastricht cumpridos, o único país que esteve dentro dos números foi a Espanha. Além disso, dentro de todos os países foram implementadas medidas de austeridade que só fizeram com que os mesmos se aprofundassem cada vez mais em uma crise econômica e social, o país que mais sofreu com as medidas foi a Grécia, que até os dias atuais enfrenta as sequelas da crise. Já a Irlanda, mesmo com a implementação dessas políticas, conseguiu se firmar em uma posição mais favorável diante das demais.

#### **4. Atuação Alemã**

Neste capítulo entenderemos o que de fato foi feito pela Alemanha, durante a crise da dívida soberana na zona do euro e a sua atuação nas economias dos PIIGS. Além disso, ficará claro o porquê da implementação de medidas ter ocorrido de maneira tardia e chegaremos ao ponto chave do trabalho que é a pergunta inicial que orienta todo trabalho onde qual será o custo de oportunidade para a Alemanha em financiar os PIIGS na União Europeia.

Como já exposto no capítulo dos PIIGS é notável que a Alemanha assume um papel de líder dentro da zona do euro, atuando em conjunto com o BCE, porém as medidas que foram adotadas para contenção da crise não foram eficazes para reorganizar as contas públicas dos PIIGS, isso demonstrou uma certa fraqueza da potência alemã, tendo em vista os mesmos eram considerados um centro dinâmico do bloco. As principais medidas implementadas na União Europeia se iniciaram em outubro de 2008, onde os líderes europeus revelaram uma estratégia abrangente para lidar com a crise financeira global. Essa estratégia

envolveu a aquisição de ativos bancários para resgatar o setor, além da concessão de empréstimos no valor de aproximadamente US\$2,2 trilhões a essas instituições. Entre as medidas implementadas neste sentido, destacam-se a garantia de empréstimos interbancários, a assistência direta à capitalização bancária, a nacionalização parcial ou total dos bancos, a aquisição de ativos pelo governo e a garantia de depósitos. No entanto, o BCE exibiu uma resposta tardia, tendo em vista que a decisão da instituição de reduzir as taxas de juros para estimular as economias da Zona do Euro e a injeção de liquidez no sistema ocorreu com mais força somente depois que a crise atingiu seu ápice em 2012. Onde o banco central aperfeiçoou os programas existentes e implementou novos para aquisição de ativos, isso tudo foi realizado contra a vontade da Alemanha.

Outros países do norte com superávit em suas balanças comerciais (Finlândia, Áustria e Holanda), influenciados pela Alemanha, passaram a demandar regras menos brandas com os PIIGS. Onde visavam o maior controle do endividamento desses países, via medidas de austeridade, isso vinha de um medo alemão da hiperinflação e de suas consequências sobre suas exportações. Isso mostra uma divisão entre os países membros da União Econômica e Monetária, entre países com superávit e déficit em suas balanças, onde não se sabia ao certo o que deveria ser feito para frear o endividamento dos países mais prejudicados pela crise. Para a Alemanha, como já explicitado, a melhor maneira de lidar com a instabilidade financeira seria com a implementação de regras de maior disciplina fiscal para frear a dívida e readequar a competitividade dos PIIGS.

Assim, visto o que foi abordado acima, foram implementados pacotes que visavam alcançar os objetivos estipulados pela Alemanha para os países mais endividados (Pacote Dois, Pacote Seis, Semestre Europeu e Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na UEM). Ademais, o pensamento alemão prezava pela independência do BCE buscando a estabilidade de preços e apoiando a estrutura de recapitalização dos bancos pelo projeto do Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM), plano que fazia com que os bancos tivessem acesso aos fundos de resgate. Além do embate sobre a salvação de instituições originais da UEM ou da união monetária em si, devemos analisar alguns pontos importantes:

Primeiro, para alguns a Alemanha apresentava uma economia saudável e que não tinha a obrigação de “salvar” outros países endividados, outros já acreditam que a culpa é da própria Alemanha por não ter adotado uma medida mais severa com os países do Sul. E também existe quem acredite que na verdade a Alemanha não é economicamente saudável e que, por isso, não deveria tomar uma atitude para ajudar outros estados.

Os alemães tinham uma posição de quem realmente gostariam de sanar a crise que atingiu a zona do euro, mas o caminho escolhido a longo prazo seria mais adequado, pois garantiria que os membros da UE passassem por um processo de ajuste estrutural gradual para que se tornassem mais semelhantes à Alemanha. Dessa forma, é possível entender a posição de que os próprios países endividados deveriam buscar soluções para tornar suas economias mais sustentáveis, assim, a posição alemã era totalmente contra financiamentos monetários de déficits advindo do BCE e não baixaram a guarda para que houvesse de fato uma reforma na periferia do euro. O contraponto dessa ideia seria que na Alemanha, ocorreram reformas dentro do mercado de trabalho, onde o déficit público foi maior durante o período para viabilizar a realização da reforma. Ademais, outro motivo que fez com que as políticas de resgate demorassem para acontecer foi para que houvesse uma pressão nas contrapartes privadas, o que faria com que elas aceitassem cortes com menores ressalvas.

Por fim, o último motivo para a lenta adoção de políticas para reforma foi que os bancos alemães estavam altamente expostos aos títulos de países do sul europeus, devido ao forte fluxo de capital para região devido a formação do euro. A Alemanha tenta levar suas políticas econômicas para a zona do euro, mas não possui um sistema financeiro forte o suficiente para replicar seus modelos, tendo em vista que seu sistema de revisão financeira é fragmentado e os sistemas de seguro e depósitos não são iguais. Em meio a tudo isso, a adoção de políticas austeras pelos PIIGS não abre margem para políticas fiscais discricionárias, onde seriam feitas alterações na política orçamental. Isso fez com que os países endividados se encontrassem numa situação econômica complexa, tendo em vista que o endividamento não é sustentável por ser muito alto e com as políticas de austeridade, que são pró-cíclicas, fizesse com que eles se mantivessem num cenário fiscal ruim.

Após o estabelecimento do euro e a centralização da economia política dentro do Eurosistema, que era um reflexo da economia política alemã, os países membros da zona do euro não apenas alinharam suas políticas econômicas com as da Alemanha, mas também adotaram a mesma política monetária aplicada pelo Eurosistema. Uma das principais responsabilidades do Eurosistema era formular e implementar uma política monetária unificada que se aplicasse a todos os estados membros. No entanto, as políticas rigorosas impostas pelo Eurosistema mostraram-se vantajosas para o modelo alemão, dado o próspero setor de exportação da Alemanha, que impulsionou sua economia.

É importante salientarmos neste capítulo, a influência alemã na formação da União Econômica e Monetária, onde três principais pontos guiam essa discussão, dentre eles: o ordoliberalismo alemão, a influência do Bundesbank no BCE e a importância das exportações realizadas pela Alemanha.

O ordoliberalismo é uma corrente de pensamento que surgiu na Alemanha, logo após a Segunda Guerra Mundial, onde a moral alemã se encontrava extremamente fragilizada. A teoria foi guiada a partir dos ideais de John Locke, Adam Smith e David Hume; a corrente de pensamento também é conhecida como neoliberalismo alemão, tem como principal ideal a livre competição, onde o estado através de regras pode fomentar a liberdade dos mercados. Sendo assim, o estado tem 3 principais objetivos: preservar a propriedade privada, garantir uma estabilidade de preços, além de garantir que os capitalistas invistam visando uma maximização de seus lucros. Ademais é papel do estado preservar a igualdade de oportunidades e uma moeda estável, extinguindo os monopólios.

O Bundesbank foi fortemente influenciado pelo ordoliberalismo, sendo independente do governo alemão e demonstrando uma forte autonomia. Assim, foi possível enxergar o impacto do ordoliberalismo na União Monetária Européia (UME) das seguintes formas: inicialmente, era importante que existisse uma ecossistema sustentável dentro da UEM, onde a mesma deveria aderir ao modelo de estabilidade alemão, isso a partir de um mercado competitivo aberto e de um Banco Central imponente e focado no controle da inflação, além da adoção de regras rígidas de disciplina fiscal. Em segundo lugar, era a reivindicação do ordoliberalismo frente a estruturação política da Europa, onde as responsabilidades deveriam ser bem distribuídas dentro das instituições, assim, garantindo que as decisões a questões como o desemprego e o crescimento econômico fossem supervisionadas pelos governos, enquanto a manutenção da estabilidade de preços é confiada exclusivamente ao BCE, isso garantiria a autonomia e interdependência das entidades. E por fim, o último ponto seria a atuação independente da União Europeia, que conseqüentemente faria com que o euro fosse uma moeda forte.

Devido ao ordoliberalismo alemão, temos como consequência que seguindo a linha de raciocínio os países que sofreram com a crise da dívida soberana dentro da UE, deveriam se empenhar eles mesmos para resolver seus problemas econômicos, prezando pela disciplina fiscal e a consolidação orçamentária como medidas-chave para lidar com a crise. Isso implicou nas políticas de austeridade que foram implementadas dentro dos PIIGS que na maioria dos casos trouxeram mais resultados negativos do que positivos, onde contar com a solidariedade das potências econômicas da UE não deveria ser uma opção.

Como já explicitado anteriormente, o Bundesbank foi o ponto de partida para a criação do BCE que almejava ter a mesma credibilidade e robustez que o Banco Central Alemão, para fazer com que a população alemã recebesse bem a ideia de uma nova moeda, tendo em vista que a moeda utilizada uma das mais fortes dentro da Europa. Além disso, o BCE tinha como objetivo o mesmo controle da inflação que já havia sido adotado pelo Bundesbank anteriormente.

A Alemanha é o terceiro maior exportador do mundo e os bens que mais são enviados para outros países são automóveis e peças de veículos, que segundo a Organização Mundial do Comércio, contabilizaram em 2021 um valor total de 210 bilhões de dólares, além de insumos químicos (137 bilhões de dólares) e maquinário (196 bilhões de dólares). Ademais, a Alemanha tem um dos portos mais relevantes em termos de transporte de mercadorias da UE, tendo em vista que realiza a movimentação de mais de nove milhões de contentores por ano. Dessa forma, é possível notar que a os alemães possuem um alto potencial devido às suas exportações, sendo importante entender que os outros países dentro do bloco não possuem um setor exportador tão dinâmico quanto ela, sendo um impeditivo para a adoção de uma mesma política econômica para outros países que não possuem as mesmas características e especificidades da economia alemã, ou seja, possuindo realidades distintas (Perfil da Alemanha; Alemanha País da Exportação).

Vale destacar que a Alemanha, por ser a nação dominante na Europa, não assumiu o papel de "compradora de última instância". Ou seja, não se empenhou em comprar mercadorias dos países mais impactados do bloco para acelerar sua recuperação, impulsionando o crescimento de suas próprias exportações. No entanto, ao dificultar a recuperação das nações periféricas da Europa, a Alemanha inadvertidamente impediu sua própria recuperação. Isso porque, como já explorado, o modelo de crescimento da Alemanha depende fortemente das exportações, que seus parceiros comerciais dentro da zona do euro a ajudam a prosperar.

No entanto, é crucial ter em conta um fator significativo nesta situação, embora exista de fato uma relação comercial mutuamente dependente entre a Alemanha e o PIIGS, é importante reconhecer que o que apesar de sua forte dependência de exportações, o país alemão, também experimenta um crescimento dinâmico que é reforçado por vários outros fatores. Esses fatores incluem o consumo doméstico, tanto das famílias quanto do governo, bem como o investimento privado, isso fez com que mesmo diante de um cenário macroeconômico desfavorável, a Alemanha se mantivesse estável frente a periferia da zona do euro.

De volta a crise, os ajustes fiscais não apenas não resolveram a crise dos países como também os PIIGS tiveram um maior desequilíbrio em suas economias. Além da Alemanha, também não foi atribuído ao BCE durante a estruturação da União Econômica e Monetária que fosse um provedor de liquidez em última instância, além da supervisão do setor bancário

e da sustentabilidade do sistema de pagamentos europeu. E em 2012, a postura do BCE teve que mudar.

A partir daí, o Banco Central Europeu assumiu um compromisso, conhecido como programa de transações monetárias definitivas (OMT), onde ele compraria títulos soberanos de Estados membros da zona do euro no mercado secundário. Este compromisso foi assumido em resposta a condições nestes países que ameaçam o sistema de pagamentos da união monetária e/ou dificultam a transmissão da política monetária, levantando preocupações sobre a unidade da zona euro. O programa foi apresentado como um esforço significativo para fazer “o que for preciso” para salvaguardar o euro, frase cunhada pelo ex-presidente do BCE, Mário Draghi, que presidiu a entidade entre 2011 e 2019 (Eichengreen, 2014). Essa medida contribuiu para reverter a desvalorização dos títulos nos países periféricos, resultando na elevação subsequente das taxas de juros de longo prazo.

Assim, concluímos que a crise da zona do euro é uma consequência direta das falhas de criação da união monetária, e também das medidas de austeridade impostas pela Alemanha para os países com os maiores déficits públicos do grupo. Mas o principal problema que foi o que aprofundou a crise foi a irresponsabilidade do setor bancário, que exigiu uma intervenção do setor público. Dessa forma, o BCE teria que ter incluir outros objetivos em suas atividades, focando além da estabilidade de preços e incluindo os níveis de atividade econômica e a preservação dos níveis de emprego. Seria importante também que houvesse uma flexibilização das regras fiscais que fizessem com que os países se endividassem mais e não precisassem aumentar seus impostos, de forma temporária a fim de estabilizar seu cenário econômico em crises.

É preciso compreender que a Alemanha possui um superávit comercial devido ao seu modelo dinâmico de exportação e isso é a chave para seu sucesso econômico, a mesma não cresceu nos últimos anos devido ao seus gastos e orçamento sustentável. E quando tenta replicar seu modelo de exportação nos países endividados ela acaba minando seu próprio crescimento, tendo em vista que com a União Econômica e Monetária, a mesma depende das exportações para os seus vizinhos. Por isso, quando se trata da transição do Sistema Monetário Europeu para a União Monetária Européia, pode-se argumentar que a Alemanha, apesar de não ter sido a proponente original da UEM, colheu benefícios desse arranjo, tendo em vista que a mesma conseguiu manter seus princípios de política monetária sem intimidar explicitamente seus países vizinhos, fomentando assim um senso de unidade e autoridade compartilhada. Além disso, a Alemanha desfrutou de vantagens no setor externo devido à adoção de uma moeda única, pois com seu substancial volume de exportação, a moeda alemã naturalmente se valorizaria, podendo reduzir seu potencial superávit em seu Balanço de Pagamentos. No entanto, essa pressão foi contrabalançada pelo fato de os países deficitários compartilharem a mesma moeda.

## 5. Conclusão

A entrada dos PIIGS na UEM fez com que as condições para captação do governo junto aos mercados melhorasse, pois os custos eram convergidos juntamente com os títulos que eram emitidos pela Alemanha. Com a adoção do euro, que trazia consigo uma estabilidade e credibilidade do marco alemão, o poder de compra da população aumentou, o que fomentou um impulso da demanda doméstica.

Porém isso fez com que a competitividade externa desses países diante da Alemanha piorasse, tendo em vista que com os preços e salários mais altos, o ganho com a produtividade deles não era compensado. Em uniões monetárias quando temos distinções de custos domésticos entre os membros do grupo, ocorrem desequilíbrios. Dessa forma, a apreciação das taxas reais no câmbio, ocasionaram um crescimento do endividamento doméstico dos PIIGS, ao mesmo tempo que havia um superávit externo na Alemanha.

Posteriormente com a crise grega, país que foi o mais prejudicado com os elevados níveis de endividamento, expôs que havia um grande problema econômico dentro da zona do euro, onde era notável a existência da falta de equilíbrio entre a centralização política monetária, representada pelo BCE, e os instrumentos da política econômica implementados.

O ordoliberalismo e o reflexo do Bundesbank no Banco Central Europeu foram pontos cruciais que fizeram com que a atuação alemã e do BCE ocorresse de forma tardia. Tendo em vista que a corrente de pensamento ordoliberalista quando aplicada a situação, fazia pensar que os PIIGS deveriam buscar sua salvação econômica com as ferramentas que já tinham, não procurar ajuda em outras instituições e muito menos com a solidariedade dos membros da zona do euro. Ponto que é bem questionável, isso porque o funcionamento econômico de todos esses países era diferente e não podia esperar que sem ajuda, os PIIGS prosperariam como a Alemanha, que tem um poder de superávit comercial bem superior a eles.

De acordo com tudo que foi exposto no presente trabalho, uma crise nos PIIGS representa uma crise na Alemanha, pois a impacta diretamente no quesito das exportações. Se a Alemanha tivesse agido como uma credora de última instância e tivesse atuado de uma forma mais flexível, ela possibilitaria o crescimento dos PIIGS (uma possível salvação para seus altos déficits públicos). Porém, a economia mais frágil desses países faz com que o euro não se aprecie tanto quanto uma moeda somente da Alemanha se apreciaria, isso gera um contrabalanceamento dos PIIGS no euro, pois valoriza as exportações alemãs ao mesmo tempo que faz com que os países mais endividados se tornem menos competitivos e dependentes das exportações da Alemanha.

Após seu controle triunfante sobre o SME, a Alemanha emergiu como um membro chave no estabelecimento da UEM. O Banco Central Europeu (BCE) foi criado para espelhar os princípios e objetivos do Bundesbank, focado principalmente em garantir a estabilidade de preços.

Temos aqui o custo de oportunidade da Alemanha em financiar os PIIGS na União Europeia, tendo em vista que os alemães preferem um superávit comercial em sua economia, com seu poder de exportação elevado, a salvar de fato os PIIGS, que além de serem dependentes de suas exportações, têm um nível de competitividade baixo e não se tornam um ponto atrativo para investimento externo. Assim, os alemães preferem uma retomada da economia dos PIIGS de forma lenta e gradual, sendo a Alemanha a maior beneficiada pois a moeda não sofre uma grande valorização e mantém seu fluxo de exportações elevado e constante.

## 6. Referências Bibliográficas

BEESTMA, Roel; GIULIODORI, Massimo. **The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research.** Journal of Economic Literature, [S. l.], p. 603-641, 1 set. 2010.

CARIZ, Jaqueline Bonny. **Implicações da União Econômica e Monetária Europeia sobre a Política Econômica dos PIGS: uma análise sobre a crise das dívidas soberanas.** 2013. Monografia (Bacharel em Economia) - Universidade Estadual Paulista, [S. l.], 2013. Disponível em: <https://repositorio.unesp.br/handle/11449/122989>. Acesso em: 14 fev. 2023.

SOARES, Ana Cristina Guedes. **O impacto da Política Monetária do BCE na Zona Euro: Os casos de Alemanha/Luxemburgo e Portugal/Grécia.** 2013. Dissertação (Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira) - Universidade do Minho Escola de Economia e Gestão, [S. l.], 2013. Disponível em: <http://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/27743>. Acesso em: 14 fev. 2023.

Charalampos Athanasiadis, Erasmus School of Economics Department of Economics, **Government bond yield spreads of PIIGS countries versus Germany**, 2010.

DPA news agency, **Germany Pays Biggest Share of Europe's Budget.** Disponível em: <https://www.dw.com/en/germany-pays-biggest-share-of-europes-budget/a-3444385#:~:text=Germany%20paid%20more%20than%20any.released%20on%20Friday%2C%20June%2027.>

Acesso em: 11 dez 2022

Europe Union, Principles, **countries,history. Germany in the UE.** Disponível em:

[https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles/germany\\_en](https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles/germany_en).

Acesso em: 11 dez 2022

James Joyner, Atlantic Council , **Germany and two little PIIGS.** Disponível em: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/germany-and-the-two-little-piigs/>

Acesso em: 11 dez 2022

The Atlantic Daily, **Europe's Imperative: Save Greece, Save Itself. Germany in the UE.**

Disponível em: <https://www.theatlantic.com/business/archive/2011/10/europes-imperative-save-greece-save-itself/246005/>

Acesso em: 11 dez 2022

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional Teoria e Política*. Cap. 20 – Áreas Monetárias Ótimas e a experiência europeia. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 6 ed, 2005

KRUGMAN, P. La creación de un eurocaos. El país. New York Times News Service. Traducción de News Clips. 2010

KRUGMAN, P. The Money Trap. In: The New York Times, The opinion Pages. November, 14, 2013. Disponível em:  
<http://www.nytimes.com/2013/11/15/opinion/krugman-the-moneytrap.html?ref=paulkrugman>

BAGUS, Philipp (2010). **The tragedy of the Euro**. Ludwig von Mises Institute

PORDATA. Administrações Públicas: dívida bruta em % do PIB. In: **Administrações Públicas: dívida bruta em % do PIB**. [S. l.], 2023. Disponível em: <https://www.pordata.pt/portugal/administracoes+publicas+divida+bruta+em+percentagem+do+pib-2786>. Acesso em: 11 abr. 2023.

BERNABÉ , Beatriz Sartori. **O DESEMPENHO ECONÔMICO E A COMPETITIVIDADE DOS PIIGS: DO PERÍODO DE CONVERGÊNCIA DO EURO AO PÓS CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL**. 2016. Monografia (Graduação em Relações Internacionais) - Centro Universitário de Brasília, [S. l.], 2016

PINTO , Mariana Pinho de Freitas. **A CRISE DE DÍVIDA SOBERANA NA ÁREA DO EURO**. 2014. Dissertação (Mestrado em Economia) - U. PORTO, [S. l.], 2014.

RODRIGUES , Márcia Raquel Duarte. **A Posição Alemã Durante a Crise da Dívida Soberana: O Último Reduto do Ordoliberalismo?**. 2022. Dissertação em Ciência Política e Relações Internacionais (Mestrado em Ciência Política e Relações Internacionais, especialidade em Estudos Europeus) - Universidade Nova de Lisboa, [S. l.], 2022.

MACHADO , JERÔNIMO DE MORAES. **AUSTERIDADE OU AUSTRICÍDIO? UMA DISCUSSÃO SOBRE AS POLÍTICAS DE AJUSTE ECONÔMICO NOS PIIGS E NO BRASIL NA ÚLTIMA DÉCADA**. 2018. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) - Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, [S. l.], 2018.

ANDRADE, Andréia Rafaela Martins Silva. O papel do Banco Central Europeu na crise financeira em 2008: o caso espanhol. **O papel do Banco Central Europeu na crise financeira em 2008: o caso espanhol**, [s. l.], 24 fev. 2017.

QUINTANILHA , Lucas da Silva. **Análise da Crise Financeira na Espanha: causas e medidas tomadas pelas autoridades espanholas**. 2020. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia e Finanças) - Fundação Getúlio Vargas, [S. l.], 2020. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/30011/Modificada%20Final%20Disserta%C3%A7ao%20final%20de%20mestrado%20Lucas%20Quintanilha-convertido.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 23 maio 2023.

SOUZA, RAFAELA CASTRO DE. **O PAPEL DA ALEMANHA NA CRISE DA ZONA DO EURO (2008-2018)**. 2020. Monografia (Bacharel em Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS, [S. l.], 2020. Disponível em: [file:///C:/Users/aliha/Downloads/Souza\\_RafaelaCastrode\\_TCC.pdf](file:///C:/Users/aliha/Downloads/Souza_RafaelaCastrode_TCC.pdf). Acesso em: 13 jun. 2023.

LUNKES, Daniela Sallet. **MOEDA, PODER E ESTADISMO: UM ESTUDO SOBRE A DEPENDÊNCIA MONETÁRIA E A LIDERANÇA ALEMÃ NA ZONA DO EURO**. VI ENCONTRO NACIONAL DA ABRI: PERSPECTIVAS SOBRE O PODER EM UM MUNDO EM REDEFINIÇÃO , [s. l.], 28 jul. 2017.

O GLOBO. Déficit público grego foi de 9,1% do PIB em 2011. In: **Déficit público grego foi de 9,1% do PIB em 2011**. [S. l.], 23 abr. 2012. Disponível em: <https://g1.globo.com/mundo/noticia/2012/04/deficit-publico-grego-foi-de-91-do-pib-em-2011.html>. Acesso em: 16 maio 2023.