



Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de final de curso

## **A crise na Europa e a Deflação**

Daniel de Melo Pompei

1012327

Orientador: Luiz Roberto Cunha

(Novembro/2015)

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO

A CRISE EUROPEIA E A DEFLAÇÃO

Novembro/2015

Por: Daniel de Melo Pompei

Assinatura:

Orientador: Luiz Roberto Cunha

De acordo:

Área de Pesquisa: Macroeconomia e deflação

Palavras- chave:

- 1- Crise da dívida pública europeia
- 2- Deflação na Europa
- 3- União Europeia e a situação atual

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”**

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaria de agradecer ao professor e meu orientador, Luiz Roberto Cunha, pela disponibilidade e atenção nos momentos necessários desse trabalho final.

Gostaria de agradecer também a meus pais e família pelo apoio ao longo de toda graduação.

**SUMÁRIO:**

1. Tabelas/Gráficos.....	5
2. Resumo.....	6
3. Introdução.....	7
4. Revisão Literária.....	9
5. A União Europeia e a Crise da Dívida	
5.1 A União Europeia.....	12
5.2 A Crise da Dívida.....	16
6. Efeitos da Crise e Deflação na Europa.....	20
7. A União Europeia e Projeções.....	27
8. Conclusão.....	33
9. Referência Bibliográfica.....	36
10. Fonte de Dados.....	39

**ÍNDICE DE GRÁFICOS/TABELAS:**

## Cap5

Figura 1A..... 13

Figura 1B..... 14

Figura 1C..... 17

## Cap6

Figura 2A..... 21

Figura 2B..... 22

Figura 2C..... 24

## Cap7

Figura 3A..... 29

Figura 3B..... 30

Figura 3C..... 32

## Cap8

Figura 6A..... 34

Tabela 1..... 15

Tabela 2..... 17

Tabela 3..... 26

Tabela 4..... 26

Tabela 5..... 28

## **CAPÍTULO 2**

### **RESUMO:**

O trabalho irá analisar a situação deflacionária na União Europeia, principalmente entre 2014 e 2015 e as consequências da crise da dívida pública europeia no futuro do bloco.

Para isso, iniciaremos por um estudo da situação ao longo da crise da dívida pública e seus anos de austeridade entre 2010-2013. As consequências e políticas adotadas devido ao agravamento do cenário econômico levam ao risco de deflação na zona do Euro assim como medidas tomadas pelas autoridades europeias.

Por fim, um estudo da atual situação europeia ao longo de 2015 e mudanças necessárias ao bloco onde já se discute a efetividade real da união monetária.

## **CAPÍTULO 3:**

### **INTRODUÇÃO**

Ao analisarmos os diversos acordos e interações entre nações existentes em cada parte do mundo, o caso da União Europeia é o que demonstra maior integração entre seus membros.

Originária da Comunidade Europeia de Carvão e Aço e da Comunidade Econômica Europeia, a zona do euro compreende hoje vinte oito nações além de candidatas a entrada. As relações entre seus membros procura incentivar um mercado comum e livre circulação de capitais, bens e pessoas.

Além disso, a união monetária é composta por 18 de seus membros. E desde sua formação a zona do Euro foi tema de estudos econômicos a favor e contra a medida. A falta de um maior rigor sobre a situação fiscal de cada país que possui independência na política fiscal desencadeou o alto endividamento motivado por uma expectativa positiva e na força da nova moeda. O financiamento estatal em certos países pouco apoiado em investimentos longos e sólidos é outro ponto a se destacar e a falta do instrumento cambial por ser unificado diminui uma das ações econômicas que cada nação precise adotar. Como desvalorizar a moeda para aumentar a competição com o exterior, ficando a cargo de políticas monetária expansionistas.

A integração e trocas não cresceram por todo o bloco europeu se compararmos outros acordos entre regiões e países similares economicamente com forte comércio e que não adotam uma mesma moeda. Assim como a renda per capita, a partir de 2010 cai em relação à Alemanha em diversos países (Portugal, Grécia e Espanha).

A crise da dívida pública e o risco de calote dos países europeus gerou uma crise com a disparada dos juros dos títulos de cada nação membro e a situação fiscal só piorava a situação, se tornando um ciclo.

O período entre 2010 – 2013 foi caracterizado por forte austeridade fiscal na Europa, socorros financeiros e problemas socioeconômicos como falta de trabalho surgindo, juntamente da falta de esperança e estímulos e ainda hoje a recuperação é lenta com baixo crescimento e inflação muito baixa nos países do bloco.

A falta de rigor das instituições europeias diante das finanças públicas e bancárias e a perda de competitividade de diversos países em relação à Alemanha demonstram problemas a se superar da crise. E uma disciplina dos mercados e redistribuição dos riscos dos países e entre credores e débitos soberanos.

No final de 2014, índices de preços negativos e perspectivas negativas sobre a economia europeia trouxeram o temor da deflação e conseqüentemente seu impacto global por ser um bloco muito influente na economia do mundo.

A falta de inflação não eleva os preços e isso impacta diretamente no crescimento econômico do país. Com um pior cenário, os investimentos diminuem e efeitos como o aumento de desemprego são sentidos. A situação foi decorrente do período de forte austeridade e falta de estímulos à economia no bloco europeu por conta da crise do endividamento.

As últimas taxas de inflação em 2015 se mostraram baixas. O alto desemprego e a queda da economia internacional afetam a recuperação da Europa. O que demonstra a necessidade de reformas estruturais nos membros da zona do Euro.

## CAPÍTULO 4:

### REVISÃO DE LITERATURA

Desde sua formação, o bloco econômico europeu é motivo de inúmeros debates e discussões a respeito de seu futuro, sua real capacidade de integração e a diminuição dos encargos para o fluxo de capitais e trabalho. A política monetária coordenada pelo Banco Central Europeu é adotada por todos os países membros, no entanto a política fiscal fica a cargo de cada governo. Segundo Eichengreen (2015), ficou claro com a crise da dívida pública que uma união política e fiscal é fundamental para o euro evitar novas depressões de longa duração e sacrifícios pelo bloco, não apenas através de fundos e mecanismos criados desde os anos 2000.

A consolidação da União Europeia encobriu alguns problemas relacionados à inflação de cada país e suas moedas antes da unificação. A Itália, por exemplo, possuía inflação alta, problemas de déficit, uma moeda desvalorizada e precisava subir os juros. A mudança para o euro e a maior integração econômica trouxe euforia e com isso mais gastos públicos, consumo e crescimento apesar dos antigos problemas da dívida e o desrespeito às metas fiscais do bloco. Tal euforia ocorreu devido à entrada de potências econômicas como a Alemanha que possuía anteriormente uma moeda valorizada e conseguiu melhorar ainda mais seu desempenho, traziam credibilidade rapidamente para todos os países membros o que foi algo de certa forma ilusório. Houve um crescimento de países que antes possuíam economias não muito sólidas e moedas mais desvalorizadas como Portugal, Espanha e Grécia a partir da união monetária, no entanto era insustentável tanto pelo alto consumo quanto a incapacidade de honrar suas dívidas. Durante o período de 2002 a 2008 houve um boom do crédito. A criação da zona do euro, “diminuiu os custos de transações financeiras e de capital, estimulando o fluxo de dinheiro entre seus membros”<sup>1</sup>. Porém, com relação ao mercado de trabalho ainda há rigidez, mas que diminui aos poucos como no caso da Espanha.

Outros autores como Wickens (2007) já alertavam para a urgência de uma união fiscal e política o que requer grandes esforços pela Zona do Euro de seus membros.

---

<sup>1</sup>EICHENGREEN e FRIEDEN. “European Monetary Union” (2000)

A respeito da crise mundial Bernanke (2009) chama atenção para a intensidade da crise em nível global e que o período de recuperação dependeria das políticas governamentais pelo mundo para que o processo fosse rápido e eficaz. Com a crise global iniciada nos Estados Unidos, mas que se originou desde os anos 2000, o problema do endividamento dos governos da união europeia impulsionados pela facilidade de crédito devido à credibilidade geral de todo bloco desde a adoção do euro, formado por algumas potências econômicas, em muitos casos mais valorizados que as moedas de cada nação anteriormente. A partir do momento que ficou claro a gravidade das dívidas públicas e suas principais economias como a Alemanha disseram não se responsabilizar pelo salvamento daqueles países mais endividados, os juros dos títulos públicos dispararam e o risco de calote crescia juntamente com a fuga dos investimentos para a Alemanha. Situações mais críticas nas economias mais frágeis e dependentes do exterior como a Grécia.

Em alguns países, a primeira medida foi aumentar os gastos para estimular a economia, no entanto em 2008 a dívida pública levou a zona do euro para recessão mundial. A necessidade em minimizar a desconfiança geral e o temor pelo futuro das economias da União Europeia gerou um pacote de salvamento e estímulos vindos do FMI e União Europeia, com suporte do Conselho Europeu. Além disso, a austeridade fiscal com forte corte de gastos e mais impostos foi estabelecido com a rigidez adequada a cada nação, sendo mais acentuado entre 2010 – 2013 e obviamente como em qualquer recessão trazendo descontentamento popular. Segundo Turner (2011), a austeridade trouxe principalmente enfraquecimento da economia com aumento do desemprego em geral e a desconfiança do consumidor crescia com o temor por novas oportunidades de trabalho. Isso refletia em títulos públicos com juros ainda mais elevados.

Além das políticas de resgate para nações em dificuldade, o Banco Central Europeu (BCE) adotou a política monetária não convencional para trazer liquidez e confiança de volta à zona do euro. A reestruturação da dívida em programas, juros fixados baixos e a compra de título, com menor exigência, por parte do BCE através das outright monetary transactions<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Medida tomada pelo Banco Central Europeu que autoriza a compra de títulos soberanos pelo banco, inclusive em mercados secundários

Ao longo de 2012, a melhora fiscal e estrutural dos países mais ameaçados implicou em juros menores assim como já ocorria na Alemanha que serviu de refúgio aos investidores na maioria dos países membros.

No entanto, a desaceleração econômica devido aos grandes cortes orçamentários prejudicou a produção dos países, pelo lado da demanda havia incerteza da população a respeito dos empregos. A dificuldade em reestruturar a economia de cada país, principalmente os mais endividados, se dava por conta do arrocho fiscal e assim o temor pelo risco do governo não cumprir seus compromissos, como em um ciclo. A queda de preços refletia a desesperança dos europeus por conta dos tempos de austeridade e a falta de um afrouxamento quantitativo nas economias e assim continuaram diminuindo notoriamente em 2014, tal situação passa a se tornar crítica. Com relação ao risco de deflação na Europa endividada, o OECD (2014) chama atenção para a queda de preços e a preocupação na demanda, tanto do consumidor postergar seus pagamentos assim como o peso maior da dívida fica com o prestador. A utilização dos juros negativos para os papéis da dívida e crédito a juros mais baixos foi uma medida contra a deflação europeia a fim de aumentar os empréstimos para que a economia do bloco fosse recuperada rapidamente. Segundo Roche (2014), a inflação média chegava à zero nas economias mais impactadas da zona do euro já no final de 2013, acentuadamente, e a *debt deflation*<sup>3</sup> atingia o sul da Europa.

As melhoras nos índices de crescimento, o afrouxamento da dívida francesa e os planos de reestruturação daqueles países mais afetados como Portugal são bons sinais, porém pequenos. O tempo de recuperação da crise é longo principalmente com o baixo crescimento sendo necessária uma reforma maior do bloco. Eichengreen (2015) dizia que o modesto crescimento europeu não sustentaria uma razão da dívida pública pelo PIB dos países europeus, e que uma real organização da dívida seria a solução, mas que depende da vontade dos governos. Casos como o da Grécia demonstram que o âmbito fiscal e político são fundamentais para a estabilidade da zona europeia. Gros (2015), discorre a respeito do ambiente de baixas taxas de juros à longo prazo, como por exemplo os títulos de 30 anos alemães estarem com juros consideravelmente baixos gerando o refinanciamento da maturidade das dívidas.

---

<sup>3</sup> Entendida como a deflação causada em primeiro lugar pelo alto endividamento público, outra causa existente para processos deflacionários é a queda de preço de um bem essencial

## **CAPÍTULO 5:**

### **A UNIAO EUROPEIA E A CRISE DA DÍVIDA**

#### **5.1 A União Européia**

Após a introdução do euro como moeda única entre os países da ZE (Zona do Euro), uma crise ainda não superada, a longo prazo, se estende principalmente nos países mais endividados e com menor capacidade de honrarem seus compromissos sem que houvesse tido ajuda ,através de empréstimos.

A União Europeia iniciou sua formação com o Tratado de Roma (1957) e na assinatura do Tratado de Maastricht (1993) o bloco já era composto por um grande número de países. O primeiro foi composto pela Itália, Alemanha Ocidental, Bélgica, França, Luxemburgo e Holanda. Nele buscava-se uma maior integração econômica, social e política e assim foi criado o Tratado da Comunidade Europeia de maior relevância e o Tratado da Comunidade Europeia de Energia Atômica. A diminuição de barreiras impactaria na queda de custos.

Após dificuldades nos anos seguintes com a tentativa de bandas cambiais, o Banco da Alemanha tomando conta do Banco Central Europeu e a crise do petróleo, foi estabelecido o Sistema Monetário Europeu (1979) para buscar uma paridade entre as moedas e facilitar o crédito entre os membros como taxas mais atraentes. Ao longo dos anos o sucesso pressionou para a criação da moeda única.

Em Maastricht, o tratado propunha uma política monetária comandada pelo Banco Central Europeu, além da moeda única. Adicionalmente, exigências de taxas de inflação, câmbio e restrições com relação ao déficit e dívida pública em relação ao PIB foram estabelecidas.

Essas, porém, foram afrouxadas desde a criação da moeda em 2002 e até mesmo ignoradas pela França. A zona monetária única era vista como ganho também político e social afim de uma maior integração e cooperação, mas não que não deveriam se limitar ao âmbito monetário. A questão política e fiscal era essencial.

O Banco Central Europeu comanda a política monetária única da ZE, objetivando juros e inflação baixos e em momentos de crise, estimulando a economia do bloco. Dessa forma, estabilidade de preços. Uma política convencional focando os juros e oferta monetária e em momentos de crise substituída pela política não convencional de estímulos ao mercado.

Anteriormente ao momento de criação do bloco europeu, questões econômicas foram ignoradas. Assim como problemas econômicos de cada nação. O âmbito político entre as nações teve mais importância e durante os primeiros anos a euforia foi geral.

Ao compararmos países como Itália e Alemanha antes do início de circulação do Euro, em janeiro de 2002, veremos grandes diferenças econômicas que foram esquecidas para que fosse implementada a moeda única. A Itália possuía taxas de inflação elevadas (figura 1A), além de alto endividamento associado aos gastos público. Portanto a necessidade de aumentar juros e desvalorização cambial foi deixada de lado. A política monetária única caracterizada por juros e inflação baixa não eram adequados para nações já endividadas como Espanha e Grécia.

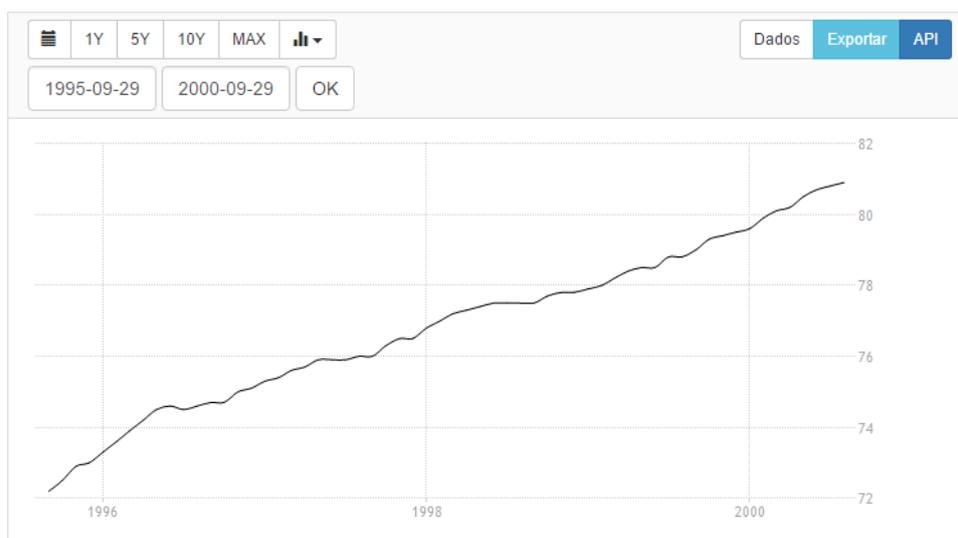


Figura 1A – Inflação na Itália (1995-2000)

Fonte: Tradingeconomics

Por outro lado, vemos a Alemanha com uma forte economia doméstica, produção industrial crescente (figura 1B) e uma moeda sólida, um país seguro. Percebemos assim os contrastes macroeconômicos e a dificuldade em se ter uma união não apenas monetária.



Figura 1B – Produção industrial alemã antes da UE (1995-2000)

Fonte: Tradingeconomics

Com relação à união monetária, “as vantagens precisam ser medidas juntamente das desvantagens de uma política monetária única (..), desvantagens no sentido de sacrifício da autonomia política a partir do momento em que se alinham dez economias distintas a uma única de taxa de juros iguais em todo bloco.”<sup>4</sup> Instrumentos de taxa de juros para consertar a demanda não podem ser utilizados quando se há uma política única entre vários países.

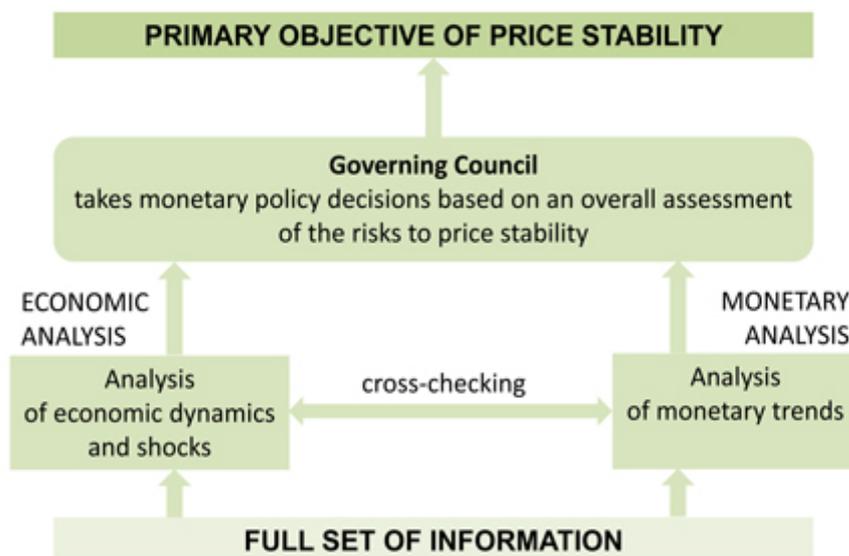
Com a criação do Euro, uma grande confiança foi estabelecida no bloco. Por conta disso, os gastos públicos aumentaram e assim as dívidas cresceram consideravelmente em relação ao PIB. Um maior investimento público que em um primeiro momento beneficiava a população e captava ainda mais investimentos à Zona do Euro.

No entanto, os riscos dos títulos de dívida pública de cada país-membro estavam sendo vistos como parecidos ou que o próprio bloco conseguiria resolver sua situação em caso de uma crise através da ajuda por parte daqueles membros considerados potências. A adoção de medidas mais severas de controle das contas públicas e consequentemente uma maior união foi sendo postergado devido ao bom momento econômico associado ao crescimento econômico global.

<sup>4</sup> EICHENGREEN, Barry. “The European Monetary Union” (2000)

Tabela 1 : Estratégia de estabilidade de preços e econômica

## The stability-oriented monetary policy strategy of the ECB



Fonte : [https:// ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html](https://ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html)

## **5.2 A Crise da Dívida Pública**

A partir do boom do crédito (2002-2008), a economia europeia teve um forte crescimento e endividamentos crescentes o que se tornaria insustentável com o tempo por conta da política monetária única e problemas anteriores a unificação.

Com a crise em 2008, a falta de uma integração política maior dificultou na tomada de decisão e alguns países adotaram o aumento de gastos contra a crise o que piorou ainda mais a situação. A antiga sensação de facilidade de crédito e baixo risco se alteram a partir do momento que os bancos privados e governos passam a admitir o risco de calote e a Alemanha não garantindo que salvaria os países em situações mais críticas. A insolvência das dívidas públicas era amplificada pelo fato dos investidores procurarem locais seguros dentro do bloco, como a Alemanha, o que demonstrava a real diferença entre as economias de cada país. Durante a crise, a Alemanha pode arrecadar grandes volumes monetários por conta da fuga de investidores.

A desconfiança de calote de alguns países membros fez aumentar os juros pagos pelos títulos da dívida pública devido à fuga de investidores e com isso maior dificuldade em honrar seus compromissos. Ao analisarmos a taxa de juros associado ao risco do título da dívida pública italiana, veremos que com a crise da dívida houve um aumento considerável devido à desconfiança e dificultando a capacidade de pagamento do governo.

No caso grego, os títulos de dez anos de maturidade atingiram trinta por cento por volta de 2012.

Países como Espanha, Itália e Portugal, tiveram grande aumento dos juros pagos e de seus déficits (figura 1C). Por conta disso, empréstimos junto ao Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional eram inevitáveis para manter os compromissos públicos em dia. Em troca, esforços fiscais e programas de recuperação econômica deveriam ser apresentados pelos governos em situação de calote.

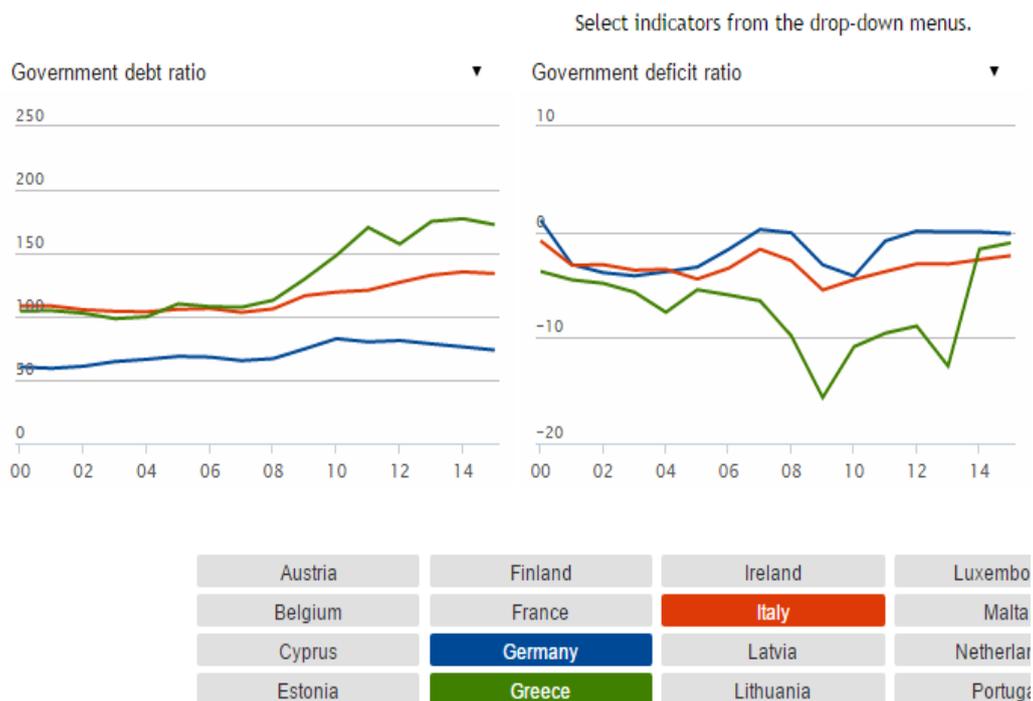


Figura 1C – Taxa de défice e dívida dos governos (Alemanha, Itália, Grécia)

Fonte: EuroAreaStats.org

Em alguns casos mais de uma rodada de empréstimos precisou ser feita e casos como da Grécia continuam com uma solução difícil.

Pais	Empréstimo	Data	Juros/ano	Quitação	População	Dívida per capita (s/ juros)
Grécia	€ 110 bilhões <sup>[30]</sup>	2 de maio de 2010 <sup>[30]</sup>	5% <sup>[30]</sup>	2 de maio de 2021 <sup>[30]</sup>	10.815.197 hab. (2011) <sup>[31]</sup>	€ 10.170,87
Irlanda	€ 100 bilhões <sup>[32]</sup>	28 de novembro de 2010 <sup>[32]</sup>	6,7% <sup>[33]</sup>	12 de abril de 2020 <sup>[34]</sup>	4.581.269 hab. (2011) <sup>[35]</sup>	€ 21.828,01
Portugal	€ 78 bilhões <sup>[36]</sup>	16 de maio de 2011	3,25% <sup>[37]</sup>	12 de abril de 2020 <sup>[34]</sup>	10.582.224 hab. (2015) <sup>[38]</sup>	€ 7.384,84
Espanha	€ 130 bilhões <sup>[39]</sup>	12 de junho de 2012 <sup>[39]</sup>	3% <sup>[40]</sup>	12 de junho de 2027	47.265.321 hab. (2012) <sup>[41]</sup>	€ 2.750,43
Chipre	€ 10 bilhões <sup>[42]</sup>	15 de abril de 2013 <sup>[42]</sup>	2,5% <sup>[43]</sup>	15 de abril de 2018 <sup>[44]</sup>	862.000 hab. (2012) <sup>[45]</sup>	€ 11.600,92

Tabela 2: Socorro financeiro na crise da dívida pública

Por um lado, a necessidade do empréstimo e assim honrar suas dívidas públicas e evitar o calote. Do outro, a austeridade fiscal através do corte de gastos e assistência social.

Com a crise da dívida pública, políticas precisaram ser adotadas. A respeito da política fiscal, corte de gastos e mais impostos foi a solução e o período entre 2010-2013 foi caracterizado por fortes protestos sociais, além de saída de europeus para outros países com o desemprego.

No ápice da crise de *default* e desemprego<sup>5</sup>, “cresceu ao seu maior nível no décimo terceiro ano da zona do Euro, acentuando o estrago na economia na maior crise já vivida após a adoção da moeda única”.<sup>6</sup>

A política monetária não convencional para a crise adotada pelo Banco Central Europeu era baseada na oferta de empréstimos para investidores, bancos, empresas e governos. Sendo criado um Fundo para Estabilização contra crise.

A reestruturação das dívidas, compra de títulos públicos com um menor grau de exigência pelo Banco Central Europeu visava diminuir o risco de financiamento de alguns países para que conseguissem se recuperar. Além disso, o empréstimo a instituições financeiras e juros baixos fixados foi implantado. O programa de compra de títulos Outright Monetary Transactions (OMT), tornava o Banco Central Europeu (BCE) prestador final dos governos de cada país.

No entanto, o alto endividamento em relação ao PIB, de países como Portugal e Espanha, gerou a necessidade de reformas. O enfraquecimento das economias dos países, principalmente os mais endividados, devido a crise da dívida e a austeridade dificultam uma recuperação e com isso estímulos pelo Banco Central Europeu se tornam fundamentais para reorganizar as contas públicas.

Programas de recuperação econômica e estabilização para economias endividadas e tomadoras de empréstimos se baseavam no corte de despesas e aumento de impostos e medidas para correções estruturais da economia e das dívidas públicas de acordo com a necessidade de cada nação. Na Espanha o mercado de trabalho precisava de medidas para torná-lo mais competitivo e as aposentadorias na Grécia são exemplos.

---

<sup>5</sup> “default”: momento de risco de um país não honrar seus compromissos, calote

<sup>6</sup> TURNER, David. “Austerity weakening eurozone economy” (2011)

A apresentação do programa de estabilização português<sup>7</sup>, terceiro a aceitar apoio financeiro do Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional, foi bem recebida pelas autoridades europeias. Nele há uma análise das finanças públicas e orçamentarias e medidas, ações a se adotar para se atingir o equilíbrio fiscal. A política monetária única por si só tem pontos positivos e negativos, mas deve ser acompanhada de medidas fiscais e políticas para que se tenha sucesso.

A crise trouxe a discussão da união além do aspecto monetário, rigor fiscal, disciplina e real benefício na renda e econômico a todos os membros da zona do Euro como Itália, Irlanda e Grécia.

---

<sup>7</sup> Disponível em: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015\\_portugal\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015_portugal_pt.pdf)

## **CAPÍTULO 6:**

### **EFEITOS DA CRISE E A DEFLAÇÃO NA EUROPA**

Ao longo dos anos de 2010 a 2013, o socorro financeiro mediante cortes de gastos públicos para se adequar as exigências das autoridades monetárias europeias, diminuição de benefícios sociais e aumento de impostos foi duramente sentido pelo bloco econômico europeu após a crise ter explodido por volta de 2008. As dívidas em relação ao PIB se tornaram insustentáveis e de difícil resolução devido ao ambiente político distinto em cada país o que dificultava ainda mais a adoção de medidas austeras.

O programa do Banco Central Europeu de políticas monetárias não convencionais de compra de títulos e facilitar os empréstimos, por conta dos riscos de calote em certos países, não conseguiu eliminar o pessimismo geral na população e conseqüentemente nas decisões de investimento e recuperação. A situação das contas públicas dos membros da zona do Euro aumentava o temor de piora e até mesmo fim da moeda única. (Figura 2A)

A partir da recessão, conseqüências sociais como o forte aumento no desemprego e menores benefícios concedidos pelo governo, como por exemplo, na aposentadoria, ficaram claros. Regiões pela Espanha atingiam um quarto de desemprego entre a população e mais da metade dos jovens gregos não trabalha. A saída de mão de obra, principalmente jovem, da Europa em busca de oportunidades cresceu bastante.

O cumprimento das exigências para recebimento de ajuda financeira aos países do bloco em dificuldade fiscal exigia plano a curto e longo prazo para que a situação das contas do governo estivesse nos parâmetros do bloco econômico europeu. Com relação a pressa e rigidez da austeridade, “as conseqüências da busca incessante pelo controle fiscal trará o agravamento e maior durabilidade da crise. O capital humano será desperdiçado e o desemprego entre os jovens em mais de 50%, em alguns países mais afetados.”<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Stiglitz, D. “ After Austerity” (2012)

Debates por conta da forte austeridade imposta e a complicada situação econômica e crescimento dividiam economistas, sendo alguns defensores do maior endividamento para recuperação da crise. Outros efeitos da crise são a forte revolta popular e maior embate político o que tornava ainda mais difícil e dramática a aceitação de novos cortes ou não.

Em 2011, o bloco econômico europeu teve seu pior desempenho com contração de 9% do PIB.

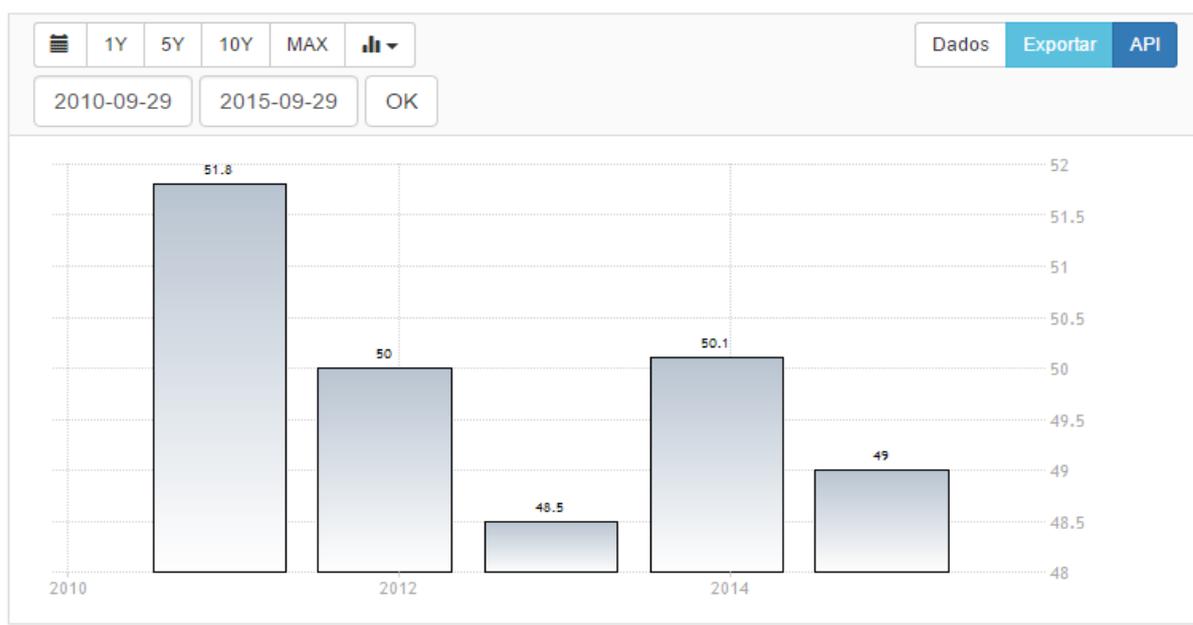


Figura 2A – Gastos do governo em relação ao PIB (Portugal)

Fonte: Tradingeconomics

O número excessivo de funcionários públicos e com isso gastos públicos foi revisto chegando a mais de 150 mil cortes no caso grego desde o início da crise em 2008.

O desejo por melhores desempenhos em relação ao superávit primário, relacionado ao pagamento dos juros da dívida, demonstra a preocupação dos investidores e necessidade por mais cortes de gastos o que já vem sendo debatido fortemente nas eleições de sucessão do poder em diversos países do bloco.

Recentemente, o ambiente político conturbado decorrente do endividamento e consequente austeridade fiscal em países como a Grécia demonstram a dificuldade em se obter unanimidade e adotar sacrifícios sociais a se tomar principalmente em um local

com forte participação do gasto público na economia. Por outro lado, em Portugal, o partido a favor da continuação do pacote fiscal rígido saiu vitorioso da urna. Não por coincidência o programa de estabilização português foi bem aceito pelas autoridades europeias e com resultados práticos na queda de desemprego e déficit apesar da dívida estar ainda elevada.

Alívios em função do comprometimento com as metas estabelecidas são necessários para a recuperação dos países membros, como no caso francês.

O longo período de austeridade fiscal e alta de impostos desencadeia a queda da produção e afeta o trabalhador já que possui menos dinheiro para consumir. Além disso, a moeda única tira a capacidade de desvalorização como instrumento monetário em situações de crise. No entanto, uma desvalorização do Euro acontece por motivos de competição internacional através da oferta e compra de títulos em massa pelo BCE.



Figura 2B – Juros da dívida de 10 anos da Zona do Euro (juros negativos)

Fonte: Tradingeconomics

O cenário recessivo com o desenrolar da crise trazia contração da economia e a difícil situação e solução negociada do reequilíbrio das dívidas públicas sendo fundamental para diminuição dos riscos de calote. Reformas estruturais como na área do trabalho em busca de maior competitividade internacional e diminuição das despesas

públicas é o caminho. A partir da crise em 2007 nos Estados Unidos, os formuladores de políticas teriam de se preocupar com a estagnação e deflação, taxas de juros oficiais próximas à zero o que dificulta a efetividade da política e por fim, a deflação via aumento do endividamento quebrando a economia e calote.”<sup>9</sup>

Os juros da dívida atrelados ao alto risco do bloco após o marcante período de rigidez fiscal atingiram valores negativos em 2015. A falta de crescimento motivou a adoção de juros negativos. Outro fator é o custo em se financiar pela venda de títulos públicos, tática adotada pela Alemanha em 2012 (Figura 2B). Os juros pagos de longo prazo para títulos de longa maturidade (20Y – 30Y) são outro indicadores das previsões dos agentes para o cenário futuro.

O objetivo ao programar juros atrelados a dívida negativos, além de cortes de juros internos na economia para financiamento, é que estimule bancos a emprestarem à população já que ao depositar no Banco Central Europeu será cobrada taxa de juros ao invés do BCE (Banco Central Europeu) pagar ao investidor, banco como antes era feito.

O desaquecimento da economia europeia e os duros cortes abalaram o crescimento das nações do Euro e estímulos ao crédito e ao consumidor são ideais.

O período até 2013 refletiu em um desaquecimento da atividade econômica com demandas reduzindo. Menos estímulos geram readequações com relação à mão de obra e salários de forma geral, custos para produzir. Com menor capacidade de consumo, o preço de bens e serviços entra em queda entrando em um processo perigoso que necessita de estímulos pelo Banco Central Europeu.

As medidas de aumento da oferta monetária e compras de títulos apesar de sua contribuição, devem permanecer por mais tempo. Previsões de manutenção dos estímulos monetários, da ordem de um trilhão de euros, até o ano de 2018 podem se concretizar já que a taxa de inflação ideal segundo as autoridades monetárias europeias está longe de ocorrer. Por volta de 2% ao ano.

O ciclo da deflação pelo crescimento real da dívida, “começa com um desequilíbrio nos balanços, por conseguinte excesso de crédito, especulação e um ciclo

---

<sup>9</sup> Roubini, N. (2008) “Has global stag-deflation arrived”

de liquidação da capacidade da economia, além da dívida causando queda de preços, desemprego e possível depressão.”<sup>10</sup>

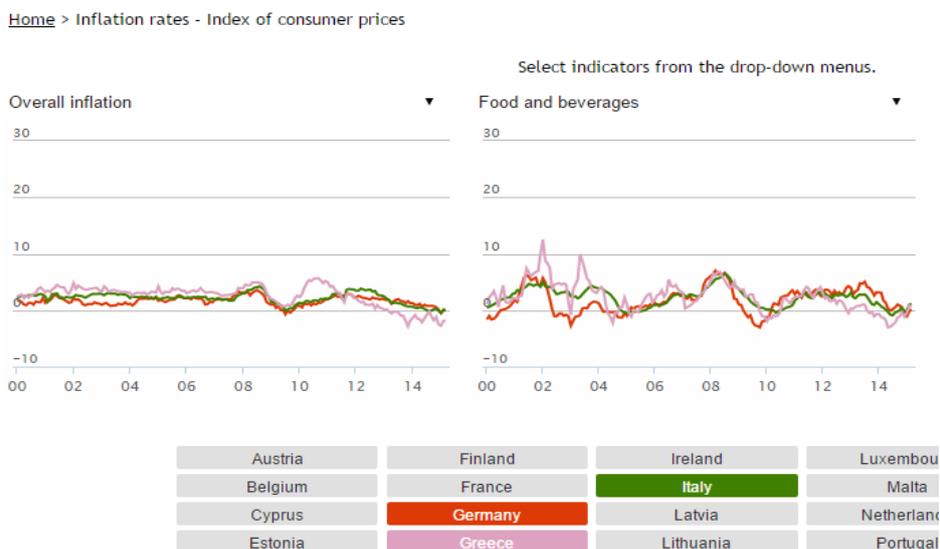


Figura 2C – taxa de inflação na europa ( Alemanha, Itália e Grécia)

Fonte: EuroAreaStats.org

Apesar dos esforços das autoridades centrais europeias e governos locais em aplicar os ajustes fiscais necessários a fim de evitar uma recessão, o crescimento quase insignificante de toda zona do Euro durando já longos anos trazem preocupação. Queda de preços com motivações de curto prazo ou influenciadas por produtos como o petróleo podem ser boas, mas em longo prazo preços baixos geram queda da produção em geral de bens e serviços. O trabalhador, com menor possibilidade de consumir, influencia a queda dos preços.

Esse ciclo perverso com queda de demanda, falta de estímulos e preços baixos tornam o indivíduo mais avesso ao risco, o saque de dinheiro no banco privado é característico e agravam ainda mais a crise. O cidadão opta por gastar no futuro já que a expectativa é de queda geral de preços.

Incorporar a queda de preços na expectativa é algo perigoso para o futuro da união Europeia e por consequência adiar pagamentos devido à previsão de decaimento piora a situação fiscal europeia já muito frágil com relação às contas públicas e o

<sup>10</sup> Geng and Sheng (2015) “China debt-deflation trap”

endividamento em relação ao PIB. No final de 2014 e início do ano seguinte, as taxas de inflação estavam negativas e a possibilidade de um processo deflacionário considerável. Reuniões no Banco Central Europeu para se discutir maiores afrouxamentos monetários foram tomadas.

Ao longo do ano, a fraca melhora da economia da zona do Euro já sinalizava que um desempenho econômico satisfatório precisaria vir com medidas para aquecer as economias do bloco, mas também que uma maior integração fosse alcançada através da obediência às regras do bloco e convergência da política fiscal e das decisões políticas de cada governo membro.

Ainda analisando os índices de preço, a inflação para Setembro de 2015 teve queda de 0,1%, em relação ao ano anterior. Para muitos sinalizando que a recuperação e risco deflacionário permaneciam ainda mais com o alto desemprego e pioras da economia da China e perspectiva de subida de juros nos Estados Unidos.

No entanto, alguns especialistas acreditam que a queda no preço do petróleo e energia foi a grande culpada pelo resultado e assim prevendo melhoras para o último trimestre de 2015, aquém dos objetivos do Banco Central Europeu, necessitando de mais estímulos monetários.

Sendo assim, a grande preocupação deveria estar nas expectativas de inflação futura que permanecem baixas. Esse fato colabora para que investidores adiem seus pagamentos já que esperam quedas em longo prazo, atrapalhando uma melhora do cenário econômico.

O gráfico ilustra a recuperação lenta do bloco dos países membros do Euro que por conta do rígido controle de gastos e desaquecimento da atividade econômica com a crise do endividamento público sofrem com a falta de confiança e queda da demanda e produção caracterizada nos preços.

Nesse momento, o país passa a ter dificuldade em honrar seus compromissos desde pagamento de juros quanto gastos internos precisando de uma nova ajuda. A deflação via dívida, é persistente e por ser um bloco com moeda única precisa alinhar as políticas econômicas de cada nação. Ajustes fiscais com estímulos são essenciais para um Estado conseguir sanar suas dívidas.

De outra forma, um alto endividamento público insustentável gera desconfiança e risco de credibilidade. Decisões que tendem a diminuir os resultados da economia nacional são tomadas devido à crise. Menos dinheiro na economia implica em menos consumo, piora dos depósitos bancários e metas das empresas. Para que o governo consiga pagar suas obrigações precisa se financiar novamente no mercado a juros mais elevados e um cenário cada vez pior.

Anúncios e programas para estabilizar e favorecer crédito para economia e, por exemplo, o programa de compra de títulos soberanos mais abrangentes são uma das medidas assim como correções estruturais nas áreas mais vulneráveis do bloco europeu.

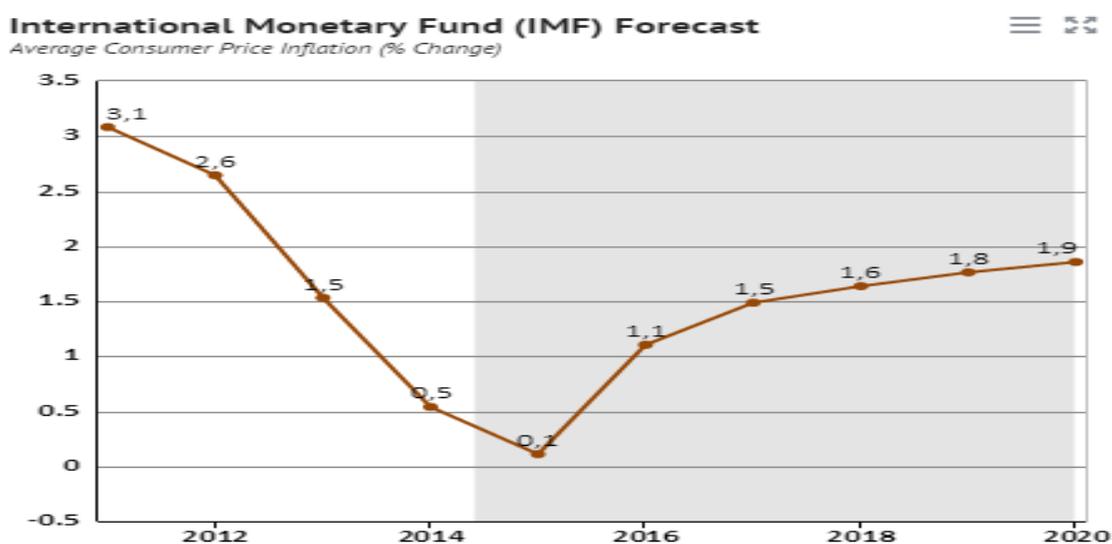


Tabela 3 – Previsão para inflação na Z.E

Fonte :FMI

Survey round	Current calendar year	Next calendar year	Calendar year after next	One year ahead	Two years ahead	Longer term (five years ahead)	
2015 Q1		0.3	1.1	1.5	0.8	1.2	1.8
2015 Q2		0.1	1.2	1.6	1.0	1.4	1.8
2015 Q3		0.2	1.3	1.6	1.2	1.5	1.9
2015 Q4		0.1	1.0	1.5	1.1	1.5	1.9

Tabela 4 – Previsão para inflação (ECB)

## **CAPÍTULO 7:**

### **UNIÃO EUROPEIA E PREVISÕES**

Atualmente, a zona do Euro vive um momento de recuperação, porém muito lento se analisarmos o início dos pacotes de resgate pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu há mais ou menos cinco anos.

Essa dificuldade em superar a crise reforça a pergunta se a moeda única europeia foi um acerto proporcionando maior integração, desenvolvimento e renda aos seus membros. Os países que mais sofreram com a crise devido a situação orçamentária caótica o recebimento de socorro financeiro foram simbolicamente apelidados de PIGS (Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha).

Os pacotes de reestruturação dos países eram condição para receberem empréstimos das autoridades monetárias.

Algumas dessas medidas tinham cunho político através de eleições ou plebiscitos para aceitação da população aos cortes de gastos públicos e recessão. As manifestações nas ruas viraram algo normal com aposentados, jovens e os indivíduos em geral sofrendo as consequências da austeridade. O caso italiano com a chegada de Mario Monti, um economista, tinha o objetivo de acertar as contas e evitar a ajuda financeira internacional.

Governos se comprometeram com a divulgação de metas fiscais e estimular a competitividade e crescimento da economia nacional. O programa apresentado pelo parlamento português, trazia reformas estruturais promovendo a concorrência e eficiência do processo como reformas na aposentadoria, saúde que impactam no orçamento público. Além disso, metas para melhora das finanças públicas no sentido da gestão, planejamento e maior controle fiscal. Previsões e cenários futuros são fundamentais para se traçar objetivos a médio e longo prazo.

Na Espanha, onde algumas cidades registravam um quarto da população sem emprego, foi aprovado um plano e o programa de estabilidade e reformas para 2012 e 2015. O foco seria a saída da crise da dívida pública e geração de emprego para recuperação e PIB positivo, já em 2013 e queda da dívida em relação ao produto para

5% e 3% para o ano seguinte. O mercado de trabalho é pouco flexível e dificulta a competitividade.

“Outro processo significativo que passam os países são as reformas estruturais, no caso espanhol a regulamentação do trabalho foi suavizada assim como os custos com o trabalhador, melhorando a competitividade.”<sup>11</sup>

O cenário apresentando juntamente com as medidas monetárias do Banco Central Europeu vêm mostrando resultados e prospecções sobre o crescimento da economia.

<b>European Economic Forecast Autumn 2015</b>				
<b>Forecasts for EA</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>GDP growth (% , yoy)</b>	0,9	1,6	1,8	1,9
<b>Inflation (% , yoy)</b>	0,4	0,1	1,0	1,6
<b>Unemployment (%)</b>	11,6	11,0	10,6	10,3
<b>Public budget balance (% of GDP)</b>	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
<b>Gross public debt (% of GDP)</b>	94,5	94,0	92,9	91,3
<b>Current account balance (% of GDP)</b>	3,0	3,7	3,6	3,4
5 November 2015 European Commission Institutional Papers 11   2015				

Tabela 5 – Previsões Uniao Européia

Fonte: European Comission

Com os índices atuais de preço do setor energético próximos a zero devido ao petróleo barato, o núcleo da inflação está atingindo um pouco mais de um por cento. Energia acessível e compradores fortes como Reino Unido e Estados Unidos que ainda não subiram os juros pelo Banco Central são estímulos ao crescimento da renda bruta.

Apesar disso, a tendência com os anos é de subida dos preços de energia e um Euro mais forte o que diminui o produto interno. A situação atual favorece o setor exportador.

<sup>11</sup> Eichengreen, B. (2015) “Europe’s poisoned chalice of growth”

A demanda do consumidor muito influenciada pelos mesmos aspectos mencionados acima deve aumentar com taxas de consumo maiores, mas previsões apontam queda após 2016 com a subida dos preços energéticos.

A queda da dívida bruta em relação a renda nacional são bons sinais de credibilidade porém a recuperação aparenta necessitar de mais reformas e interações entre os países.

A recuperação total virá com o esforço no fechamento das contas publicas e dívidas sustentáveis para financiamento do Estado e menor risco sistêmico de calote e deflação.

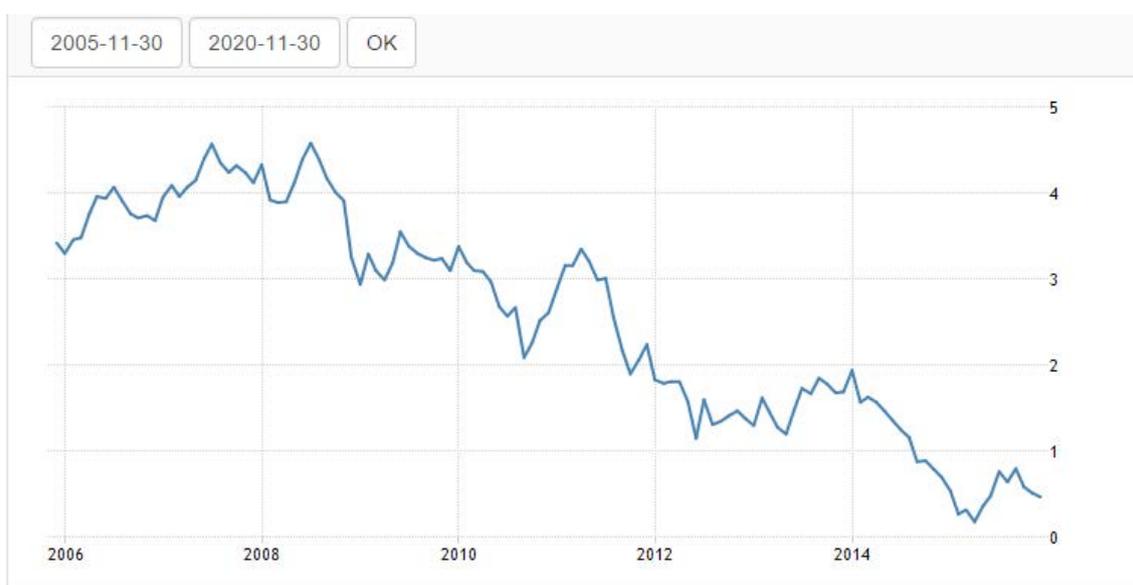


Figura 3A – juros pagos título público alemão 10y

Fonte:tradingeconomics

A trajetória do risco atrelado ao papel do governo da Alemanha, uma das potências da zona do Euro, apresenta tendência de queda desde 2006. (Figura 3A)

Algumas análises podem ser feitas por conta dessa queda de juros em títulos de maior maturidade próximo a zero indicam falta de expectativas positivas de recuperação real, continuando esse lento crescimento. Os investidores estão indiferentes em prorrogarem gastos ou não e ao adiarem, recursos são deixados de serem utilizados no presente apesar da taxa oficial da zona do Euro fixada em 0,5%.

A alta relação entre dívida e PIB (produto interno bruto) pode ser solvente caso haja capacidade de paga-la. Os empréstimos vindos do Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu a juros baixos garantem essa premissa. Em um cenário com moedas e políticas monetárias independentes, a desvalorização teria sido adotada em grande escala.

Segundo dados do gráfico e prospecções do mercado de títulos, “a taxa de juros na Alemanha para papéis da dívida com vencimento acima de cinco anos será negativa e um pouco positiva, além desse período. Média zero.”<sup>12</sup> (Figura 3B)



Figura 3B – juros títulos alemão 30y (2010 – 2015)

Fonte:tradingeconomics

Ao final de 2015, anúncios ainda serão feitos de impacto na economia da zona do Euro. Um deles é a subida da taxa básica de juros e a situação da China que são grandes compradores e influenciam no mercado europeu.

Um relatório divulgado pelo Banco Central Europeu no final de 2015 sinalizam a maior dependência e fragilidade com relação ao mercado chinês e outros emergentes. O fraco crescimento econômico e bancos ainda com balanços insatisfatórios foram divulgados. Um encontro entre os ministros das finanças dos países europeus ocorrido no final de novembro discutiu a situação orçamentária dos países e resultados dos

<sup>12</sup> Gross, D. (2015) “ Money for Nothing”

programas de estabilização. A Grécia e Chipre não precisam apresentar resultados fiscais nesse instante.

A compra de títulos em uma maior abrangência e com menos exigências de qualidade da dívida, medida inovadora com a crise traz segurança aos bancos até por conta do temor da população de risco sistêmico e quebra da economia do país afetado.

Com relação à possibilidade de ampliar a vigência do programa de compra de títulos e *quantitative easing*<sup>13</sup> e o reconhecimento pelo presidente, Mario Draghi, do risco de deflação, acontecerá na primeira semana de Dezembro de 2015 a reunião de política monetária do Banco Central Europeu. Além disso, há possibilidade de diminuir a taxa de depósito, já negativa, funcionando como política monetária expansionista. No âmbito político, as eleições regionais francesa terão destaque.

Outro encontro que pode gerar consequências é a reunião dos países produtores petróleo marcada para Dezembro também.

De acordo com especialistas, cuidados na expansão monetária pura e simplesmente por conta da distancia da meta de inflação, por volta de 2%, pelo Banco Central Europeu são necessários para que países que não podem gastar comecem a fazê-lo irresponsavelmente. “Afrouxar os limites como na França da meta de controle da dívida em relação à renda mesmo com juros mais altos é fato. E países como Itália e Espanha tem crescido sua dívida pública em função do produto interno apesar de se comprometerem a reduzir a taxa do endividamento, contribuindo para um desequilíbrio macro prudencial na zona do Euro.”<sup>14</sup>

Números divulgados da taxa de desemprego mensal europeia apontaram queda gradual no ano de 2015 que atualmente está abaixo de 11%, algo positivo e aumento do salário. Mas levando em conta outros dados explicativos, veremos que a taxa permanece alta entre os jovens, próximo de 22%. A aposentadoria precoce em especial nos países com mais endividamento público pressiona ainda mais os gastos do governo.

---

<sup>13</sup> Política monetária expansionista pelo Banco Central ao injetar mais dinheiro na economia.

<sup>14</sup> Gross, D. (2015) “The Eurozone’s Minsky Conundrum”



Figura 3C – taxa de desemprego entre jovens europeus

Fonte:tradingeconomics

## **CAPÍTULO 8:**

### **CONCLUSÃO**

A partir do estudo econômico da União Europeia e pelos resultados pretendidos, entender se a fraca recuperação continuará por longos anos ou mudanças para resolver por completo as questões estruturais serão adotadas.

Em sua criação, acreditava-se que com a união monetária benefícios seriam repartidos a todos os membros do bloco através de mais investimentos e baixa inflação com crescimento. No entanto, é possível notarmos que com a crise e erros nas políticas adotadas o resultado não vem sendo dos melhores.

A similaridade dos dados econômicos, taxa de cambio assim como os níveis de exportação e importação em outras regiões do mundo demonstram a não opção por uma moeda única como na Europa. Como por exemplo, Austrália e Nova Zelândia e o maior caso entre Estados Unidos e Canadá. Se compararmos países como Alemanha, Grécia e República Checa, veremos que a situação poderia estar melhor caso as políticas econômicas e maior regulação pelo ECB fosse adotada.

Até a crise, o crescimento na renda dos países membros vinha aumentando consideravelmente acompanhados obviamente de grandes potências como Alemanha e a rápida integração entre eles. Tornando-os parceiros comerciais importantes, como por exemplo, Alemanha e Polônia (Europa central). Nota-se a forte variação na moeda de países como Polônia e República Checa diante do euro já que possuem políticas monetárias independentes.

A União Europeia que possui políticas monetárias únicas e moeda comum não conseguiu aumentar as trocas consideravelmente entre seus membros. Os empréstimos bancários europeus e criação de novos bancos cresceram, mas sem benefícios notórios. Países da Europa central mantiveram sua solvência e cambio variável e receberam investimentos externos em maior quantidade em relação ao seu financiamento total ao contrário da Espanha, por exemplo, que se financiava através de portfolio e bancos em sua maior parcela.

Compartilhar a mesma moeda e juros não trouxe mais investimentos diretos para Portugal, Itália e Espanha. Apenas no momento de entrada na zona do Euro de países

mais frágeis economicamente é que o investimento direto estrangeiro era forte. No caso dos países europeus citados acima, esse investimento se traduzia em fusões e aquisições em sua grande parte.

Os empréstimos bancários aos países mais fracos economicamente da zona do euro, ao contrário dos países centrais europeus, eram feito por bancos com sedes em outros lugares ao invés de subsidiárias. O poder sobre o câmbio não era compartilhado por cada grupo de países e tal pilar é muito útil em momentos de recuperação de uma crise.

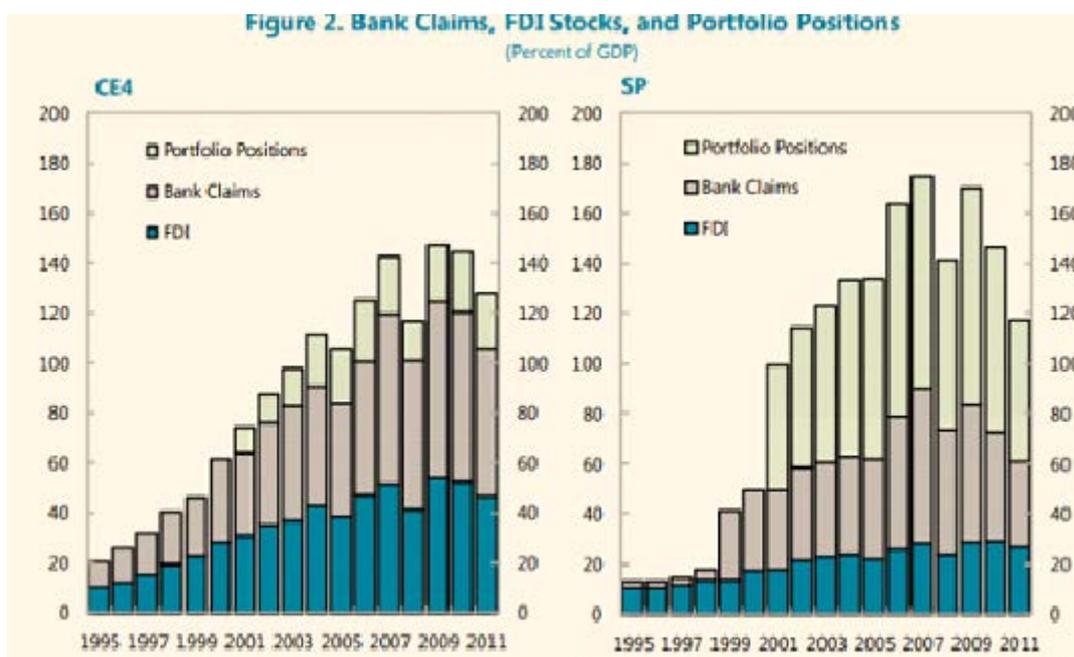


Figura 6A- tipos de financiamento em relação ao PIB (1995-2011)

Fonte: International Monetary Fund

Em suma, a integração observada entre países da Europa central e a Alemanha é mais estável do que com países pobres da união monetária. Sobretudo, com os investimentos externos na indústria de manufatura e investimentos mais longos e duradouros.

Por outro lado, o uso de portfolio e crédito bancário geraram desequilíbrios financeiros e econômicos por parte de países como Itália e Espanha que atraíam mais esse tipo de investimento. Esse fluxo foi muito alto até 2008 com a crise. A falta de

flutuação cambial com a moeda única trazia riscos para o investidor estrangeiro e a própria população europeia. A dúvida perante a adoção da moeda única e a dificuldade em crescer a produção em longo prazo podem demonstrar um papel desnecessário do euro.

A singularidade da moeda não aumentou a relação comercial entre investimentos estrangeiros se comparado com a veloz integração alemã com países do bloco na região central europeia e a melhora mais significativa da renda per capita em relação à Alemanha do que a mesma análise com ,por exemplo, Portugal e Grécia.

Os altos endividamentos públicos insustentáveis de muitos países e seus arranjos financeiros explodiram na crise em 2008. O desemprego e falta de inflação apontavam para outro fenômeno. As perspectivas de deflação, além da baixa e lenta recuperação do bloco são sinais da dificuldade em superar a crise que já leva anos na zona do Euro.

**CAPÍTULO 9:****REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA**

- Buchanam, M. and Carlson, M. (2014) “ Europe’s descent into deflation” , Bloomberg Businessweek , No.4393 p.12 , September 2014
- Anonymous. (2014) “Europe’s deflation risk” , The OECD observer (journal) , No.300 p.28 , July 2014
- Groth, . and Westaway, P. (2009) “ Deflation” , Bank of England quarterly bulletin”, Vol.49 no.1, 2009
- Roche, D. (2014) “ Against the tide: debt deflation in Europe ?” , The Euromoney journal, February 2014
- Katsnelson, D. (2013) “ Europe’s next problem – Deflation”, Pulp & Paper international, Vol.55 no.12, December 2013
- Eichengreen, B. (2015) “ Europe’s poisoned chalice of growth”, Project Syndicate, Online, April 2015
- European Central Bank (2010) “ The ECB’s response to the financial crisis” , ECB monthly bulletin, October 2010
- Bernanke, B. S. (2009), “The Crisis and the Policy Response”, Stamp lecture at the London School of Economics, 13 January 2009, London.

- Krugman, Paul, Obstfeld, Maurice. “Economia Internacional”, Pearson education
- Dornbusch and Fischer, S. (2006) “Macroeconomia”, Pearson Makron Books
- Frieden and Eichgreen, B. (2000) “The political Economy of European Monetary Unification”, Westview Press, February 2000
- Turner, D. (2011) “Austerity weakning Eurozone Economy”, Institutional Investor online version, January 2012
- Wickens, M. (2007) “ Is the euro sustainable”, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, June 2007
- Sachs, J. (2015) “The ECB’s new macroeconomic realism”, Project Syndicate, online, January 2015
- Baldwin, R. (2011) “ Welcome to phase 2 of EZ crisis”, Vox.eu, online, September 2011
- Neri and Siviero. (2015) “ Low inflation in the Eurozone”, Vox.eu, online, August (2015)
- Stiglitz, J. (2012) “ After Austerity”, Project syndicate, online, May (2012)

- Roubini, N. (2008) “Has Global Stag-Deflation Arrived”, Project Syndicate, online, December (2008)
- Geng X, Sheng A (2015) “China in the Debt-Deflation Trap”, Project Syndicate, online, September (2015)
- Gross, D. (2015) “Eurozone’s Minsky Conundrum”, Project Syndicate, online, November (2015)

**CAPÍTULO 10:****FONTES DE DADOS**

<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

<http://www.tradingeconomics.com/>

<http://www.project-syndicate.org/>

<http://www.voxeu.org/>

<http://data.worldbank.org/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<http://www.oecdobserver.org/>

<http://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-zero-interest-rates-by-daniel-gros-2015-04>

<http://www.statista.com/>

[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015\\_portugal\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015_portugal_pt.pdf) (Plano anticrise-  
Portugal)