

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Assimetrias na zona do euro e sua influência
na estabilidade econômica do bloco europeu

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

Orientadora: Eliane Gotlieb

Tutor: Márcio Garcia

Junho de 2008

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

Índice:

1) Introdução-----	pg. 06
2) Formação da União Monetária Européia-----	pg. 08
2.a) Tratado de Maastricht -----	pg. 10
2.a.1) Critérios de convergência-----	pg. 11
2.b) Pacto de estabilidade e crescimento-----	pg. 12
2.c) Desenvolvimento da zona do Euro-----	pg. 13
2.c.1) Banco Central Europeu (BCE) e o sistema europeu de bancos centrais -----	pg. 14
3) Áreas Monetárias-----	pg. 16
3.a) Descrição de área monetária ótima-----	pg. 16
3.b) Zona do Euro como área monetária não ótima-----	pg. 18
4) Perspectivas para o Euro-----	pg. 22
4.a) Panorama econômico e implicações no mercado europeu-----	pg. 22
4.b) Possibilidade de desmembramento da área do Euro-----	pg. 25
4.b.1) Reformas-----	pg. 27
4.c) Desafios para o Euro-----	pg. 29
4.c.1) O papel do euro na economia internacional-----	pg. 31
4.d) Pressões inflacionárias e estabilidade de preços-----	pg. 32
5) Conclusão-----	pg. 34
6) Referências bibliográficas-----	pg. 38

Índice de gráficos e tabelas

1	1.1- Nível médio de preços ao consumidor-----pg. 14
2	2.1- Gráfico do modelo GG-LL-----pg. 18
3	3.1- Evolução exportações Alemanha-----pg. 19
	3.2- Evolução importações Alemanha-----pg.19
4	4.1- Nível de desemprego-----pg. 20
5	5.1- Comparação entre títulos italianos e alemães I-----pg. 23
	5.2- Comparação entre títulos italianos e alemães II-----pg. 23
	5.3- Comparação entre títulos italianos e alemães III-----pg. 24
6	6.1- Crescimento real do PIB-----pg. 25
7	7.1- Exportação/PIB-----pg. 36
8	8.1- Confiança do consumidor-----pg. 36
9	9.1- Capacidade Utilizada-----pg. 37
10	10.1- Custos de Trabalho (nominais)-----pg. 37

Introdução

O propósito de uma união monetária é a redução dos custos de transação entre varias moedas, mitigando a volatilidade e a incerteza nas negociações, aumentando e tornando mais eficiente o comércio.

Porém, o advento da união monetária, considerado isoladamente, viola a noção de soberania nacional.

A implementação do Euro é fato único na história, revelando características nunca antes estudadas. Nela, um grupo de nações soberanas independentes abre mão de suas moedas locais, para criação de uma moeda única, sob liderança de uma autoridade monetária comum. Estas nações mantêm independência política e fiscal, encontrando-se subordinadas a uma série de compromissos definidos pelo Tratado de Maastricht, pelo Pacto de estabilidade e crescimento, e seus acordos complementares.

Diferindo de experiências de uniões monetárias anteriores, como a americana, a implementação do Euro não precede qualquer união política. Todavia, a união monetária afeta todos os campos da política econômica: influencia a alocação de recursos, distribuição de renda, crescimento, estabilidade, instituições do trabalho, produtos internos e mercados financeiros.

Ao longo do tempo, a Europa buscou aumentar sua interação econômica, política e comercial, perseguindo maior unidade, culminando com a introdução do Euro, em 1999, como parte de um processo de fortalecimento e aumento da importância do grupo membro na economia internacional. Tal evolução incluiu acordos multilaterais como a CECA (Comunidade Européia do Carvão e Aço), de 1952, a CEE (Comunidade Econômica Européia), de 1958, CE (Comunidade Européia), de 1967 e a União Européia, de 1992, no desenrolar das discussões sobre o bloco de moeda única, mais tarde conhecido como a zona do Euro.

A ciência econômica, em regra, busca o passado para traçar paralelos entre experiências monetárias, e assim formar expectativas para o futuro da zona do Euro. Esses paralelos trazem uma série de questões quanto à sustentabilidade da política de moeda única para a região do Euro. Isto porque esse bloco reúne um grupo de países heterogêneos, com diferentes culturas, línguas, tecnologias e políticas.

De forma diversa das fixações monetárias anteriores ocorridas na Europa, o advento da moeda única veda a possibilidade de ajustes nas taxas de conversão, caso algum país membro necessite de uma depreciação ou apreciação de sua moeda.

O maior custo de um país ao ingressar em uma união monetária é atar suas mãos quanto à política monetária à qual será submetido, despojando-se de um forte instrumento de correção da economia. Assim, apesar de deter poder decisório em relação às decisões da política monetária do bloco, esse poder é dividido com os demais integrantes, o que torna a decisão final normalmente sub-ótima para determinado país.

Neste contexto, o trabalho pretende analisar, em síntese, as assimetrias existentes na zona do Euro e os motivos que a caracterizam como uma área monetária não ótima. Será avaliada a situação econômica dos diferentes países que integram a zona do Euro, sob a ótica de seus endividamentos, condições de produção, crescimento e emprego, e como essas variáveis podem alterar-se, gerando pressões sobre o Banco Central Europeu em cenários de crise.

Formação da União Monetária Européia

O início do cenário de busca por uma integração monetária européia se deu no início dos anos 60, com ações direcionadas à cooperação em relação às questões financeiras desenvolvidas por membros da Comunidade Econômica Européia (CEE). Surge também nesta época a primeira proposta de união econômica e monetária, visando a criação de uma área de troca livre, movimento iniciado através do Tratado de Roma, que levaria a uma união econômica no final da década.

Porém, não houve nova mobilização neste sentido, fazendo com que o projeto de união fosse temporariamente abandonado.

Em 1969, diante de uma série de crises cambiais e de balança de pagamentos, membros da CEE começam a delinear uma união econômica e monetária, culminando no “Werner Report”, de 1970, relatório que criou metas para a criação de uma união em três etapas, a serem implementadas até 1980: eliminação de movimentos da taxa de câmbio intra-europeu, centralização das decisões políticas e redução das barreiras comerciais. Estas etapas concederiam à Europa uma maior relevância na economia internacional e criaria, de fato, um mercado unificado. Entretanto, o plano colapsa em 1971, em razão do fim do sistema de “Bretton Woods” de taxas de câmbio fixas, o qual garantia a estabilidade necessária ao desenvolvimento das etapas supra.

Na ocasião, para a Europa, as oscilações na taxa de câmbio mostravam-se cada vez mais prejudiciais a seu desenvolvimento, e à evolução de sua integração comercial. Em 1972, um passo inicial é dado no sentido da estabilização cambial, através da implementação do sistema de flutuação conjunta denominado “serpente”, cujo objetivo era estabilizar o câmbio entre os países europeus que aderissem. Nesse sistema, o conselho de ministros do CEE decidiu pela manutenção de uma margem de flutuação mais estreita em relação à existente entre as demais moedas mundiais e o dólar, margem esta fixada em 2,25% para valorização ou desvalorização da moeda. Em caso de necessidade, os bancos centrais nacionais deveriam intervir a fim de manter o compromisso assumido. O sistema “serpente” foi abalado pela crise do petróleo de 1973 e sucessiva recessão mundial. Em 1977, após uma série de ingressos e abandonos de países europeus ao sistema, ele se reduziu à área do marco alemão, formada pela Alemanha, pelos países do BENELUX (Bélgica, Holanda e Luxemburgo) e pela Dinamarca.

Em 1979, Alemanha e França se mobilizam novamente no sentido de formar uma nova integração monetária, alcançando a criação do SME (Sistema Monetário Europeu), que permaneceu até a introdução do Euro, em 1999. Formado inicialmente por oito integrantes (Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Holanda, França e Itália), o SME tinha como tônica a coordenação de políticas monetárias e a convergência visando a estabilização de preços, além de firmar-se como suporte a uma estabilidade cambial, que deveria flutuar em uma banda de 2,25%, autorizada maior oscilação em alguns países que, por necessidades especiais, recebiam uma maior margem de flutuação.

Compromissos políticos foram firmados no sentido de reduzir o impacto de desvalorizações que ocorreriam de tempos em tempos. Bancos centrais europeus estreitaram seus laços, taxas de conversão se realinharam, políticas de baixa inflação foram priorizadas. A experiência do SME evidenciou a importância da convergência e da responsabilidade fiscal para políticas monetárias futuras. Este sistema entrou em vigor com baixa credibilidade, consideradas as grandes disparidades macroeconômicas apresentadas por seus integrantes, como a inflação italiana, que se mantinha no patamar de 12%, enquanto a alemã girava em torno de 3%. Porém, mantidos os compromissos assumidos, o SME não permitiu que ataques especulativos o enfraquecessem, e recebeu novos membros.

No final dos anos 80, a união monetária volta ao debate, objetivando a implantação da união monetária europeia, que traria vários benefícios aos países membros. Estes benefícios seriam alcançados através do fortalecimento da moeda europeia frente às moedas de outras potências econômicas, e da maior projeção política do bloco, o que não ocorreria com cada país individualmente considerado.

Uma união monetária serviria aos interesses europeus, continuando e facilitando o processo de integração já iniciado. Como resultado deste debate, surge o “Delors Report”, que traçava as primeiras linhas do Tratado de Maastricht e os passos da integração econômica. O Tratado de Maastrich foi firmado pelos líderes dos países membros da União Europeia em 1992, e ratificado em 1993. Este acordo estabeleceu os pilares conceituais e os prazos para a criação da moeda única europeia, com previsão para implementação uma década depois. Tal interregno seria utilizado para os arranjos institucionais necessários e a correção de assimetrias. Em 1994, é estabelecido o Instituto Monetário Europeu, entidade criada para preparar a infra-estrutura regulatória,

organizacional e logística do sistema de bancos centrais supranacional, base para formação do Sistema de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu.

Tratado de Maastricht

O Tratado sobre a União Européia, ou Tratado de Maastricht, denominação extraída do local de sua celebração, firmado em 7 de fevereiro de 1992, surgiu a partir da avaliação de fatores internos e externos ao SME.

Internamente, um processo crescente de afastamento do ideal do SME, e uma busca por processo de união mais completo. Acreditava-se que a moeda única seria um complemento necessário para se atingir um mercado único continental, eliminando custos de transação e os eventuais realinhamentos. Somado a isso, o sistema mantido pelo SME vinha se desgastando ao longo do tempo, tornando-se alvo de críticas por seus membros, em razão da ênfase aos objetivos alemães de controle inflacionário. O projeto da união monetária européia incluía a maior participação dos países do grupo na evolução da política econômica.

A moeda única também se mostrava necessária para acompanhar o livre movimento de capitais, porque um câmbio fixo, com diferentes moedas, abre espaço para ataques especulativos, obrigando os países a realinhamentos cambiais, em outras palavras, impondo custos a uma união comercial.

Externamente, o colapso do comunismo no leste europeu, e a perspectiva de reunificação alemã, conduzem à necessidade de ratificação de uma posição de comunidade, frente à opinião internacional.

A moeda única consistiria no mais forte símbolo de unidade européia, transmitindo a imagem de convergência, interação e cooperação, sobrepondo-se à imagem de rivalidades e guerras no território europeu. A unidade monetária demonstraria paz no continente, e simbolizaria força no comércio internacional, gerando estabilidade e compromisso com as políticas envolvidas, tornando-se um ponto de atratividade de investimento para a região.

Todavia, surgiram também críticas, ao passo que uma união desta magnitude reduziria a atenção a necessidades locais. Poderia, ainda, embaçar os símbolos

nacionais, em decorrência de problemas associados à questão da perda de soberania, em parte repassada ao Banco Central Europeu.

Duas conferências intergovernamentais, relativas à união monetária e à união política, foram convocadas. Em junho de 1988, o Conselho de Hanover confiou a uma comissão, presidida por Jacques Delors, a formulação de um relatório que apresentasse passos concretos e viáveis em direção a uma união econômica, relatório este que ficou conhecido como relatório Delors. A Convenção de Dublin, em abril de 1990, reunindo os Estados Membros, decidiu pelo não desenvolvimento do processo de construção política européia.

O Conselho Europeu de Roma, de 14 e 15 de dezembro de 1990, coteja as duas conferências intergovernamentais, cujos trabalhos conduzem ao Tratado de Maastricht, celebrado no ano seguinte. O objetivo inicial do bloco de países seria a busca de um mercado comum, listando de cinco objetivos fundamentais: reforçar a legitimidade das instituições, melhorar suas eficácias, instaurar uma união econômica e monetária, desenvolver a vertente social do projeto e instituir políticas externa e de segurança comuns.

Suas iniciativas relacionadas à integração social e política não surtiram os efeitos desejados, porém, seu projeto de união monetária realizou-se no prazo estipulado, sendo o Euro introduzido em 11 países da União Européia em 1999. Esclareça-se que o Tratado, em seu texto, não utiliza o nome Euro, escolhido anos mais tarde, em 1995, referindo-se à moeda única como UME - Unidade Monetária Européia.

critérios de convergência

Para que a União Européia se configurasse como um projeto sustentável, seria necessária uma homogeneização alta das economias dos países membros. O Tratado de Maastricht estabeleceu que, para o ingresso na união monetária de um participante da UE, seja necessário cumprimento de uma série de metas. Estas metas, conhecidas como critérios de convergência são:

- a taxa de inflação deve ser inferior ou igual a 1.5% sobre a média dos três Estados Membros que tenham melhor comportamento relativo a preços.
- os países que desejem ingressar na união monetária devem manter uma taxa de juro média nominal de longo prazo inferior ou igual a 2 pontos sobre a média de longo prazo dos três Estados Membros de menor inflação.

- o déficit público não pode ultrapassar os 3% do seu Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado.
- os países aspirantes ao ingresso devem ter ajustadas as suas dívidas públicas para que não seja superior a 60% do seu PIB. Podem-se abrir exceções à países que tenham uma dívida decrescente com aproximação à um ritmo adequado da percentagem estabelecida.
- as diferentes moedas dos países que buscam aderir a Unidade Monetária Européia precisam permanecer, pelo menos durante dois anos antes da sua admissão, dentro dos limites de flutuação do *SME*.

Pacto de estabilidade e crescimento (PEC)

Visando a segurança e disciplina do compromisso de ajuste fiscal fixados para o ingresso ao Euro, foi acordado, em 1997, o Pacto de Estabilidade e crescimento (PEC). Complementarmente ao tratado sobre a União Européia e aos critérios de convergência, Este pacto tem como objetivo orçamentário para o médio prazo a busca posições equilibradas ou superavitárias para os países ingressantes. Ainda define um cronograma de imposição de penalidades a países que não venham a corrigir suas situações de déficits e dívidas excessivas com a eficácia e rapidez necessárias.

Com a aproximação da União Econômica e Monetária, a opinião pública alemã se mantinha descrente quanto a força da nova moeda, tendo como base de comparação o Marco Alemão. Desta forma o PEC representava uma sinalização de controle da política inflacionária pelo bloco.

O pacto de Estabilidade e Crescimento vem ratificar a necessidade do equilíbrio entre os países do bloco, traçando o caminho para um ambiente de baixa inflação e controle fiscal. O principal temor é que, caso não sejam estas as condições, a moeda única se torne fraca, sofrendo com políticas similares as que levaram países como Itália e Portugal a períodos de inflação nos anos 70. Dívidas elevadas geram pressão inflacionaria sobre o Banco Central no sentido do aumento da oferta monetária, gerando, conseqüentemente, inflação.

Desenvolvimento da zona do Euro

Com base no definido pelo relatório Delors a União Econômica e Monetária (UEM) aconteceria em três fases. A primeira, iniciada em 1º de julho de 1990, envolvia a total liberação dos movimentos de capital, maior cooperação entre bancos centrais, livre utilização da ECU (“european currency Unit”) antecessora ao euro, e empenho na convergência econômica.

A segunda fase é iniciada em 1º de janeiro de 1994. Nesta fase é criado o Instituto monetário europeu (IME), fica proibido o financiamento do setor público pelos bancos centrais, aproximando os países da situação que entraria em vigor, começa a haver uma maior integração entre as políticas monetárias, o movimento de convergência é reforçado, é realizada a conclusão do processo de independência dos bancos centrais nacionais que mais tarde formariam o sistema europeu de bancos centrais. Estas medidas visavam estabelecer um ambiente receber a última fase.

Na terceira fase, iniciada em 1º de janeiro de 1999 é fixada a cotação irrevogável da taxa de conversão, o euro é introduzido, a condução de uma política monetária única pelo sistema europeu de bancos centrais (SEBC) se inicia, entra em vigor do pacto de estabilidade e crescimento e é iniciado o funcionamento do MTC I, (mecanismo de taxas de cambio intra-UE)

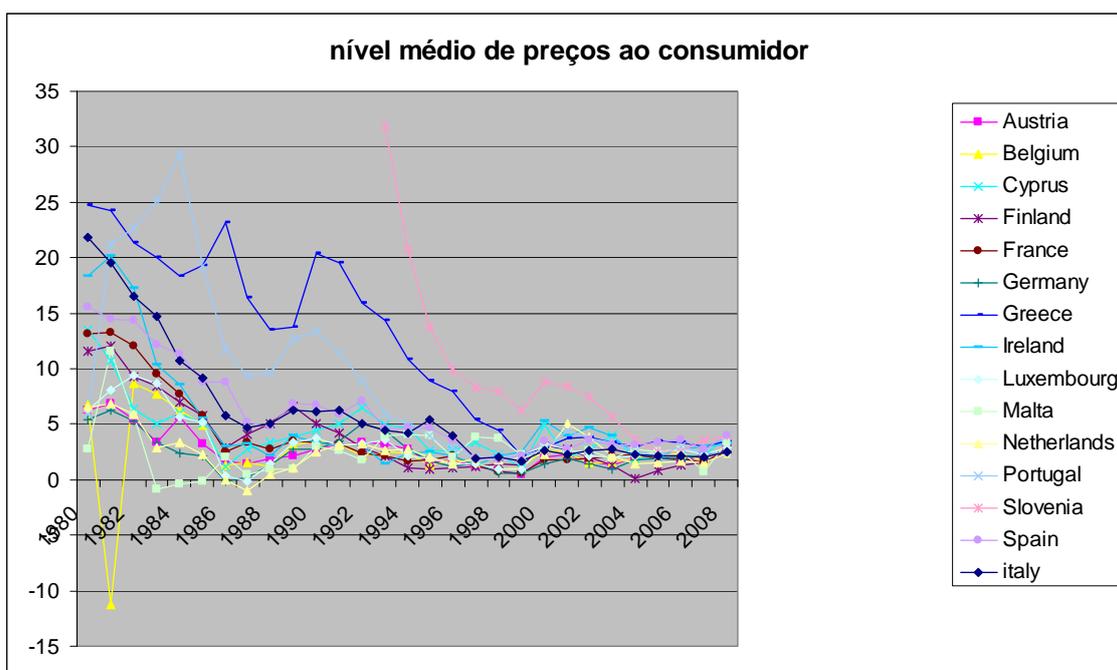
Em maio de 1998 o conselho da UE conclui que 11 países alcançaram o definido pelos critérios de convergência e seriam os membros fundadores da UEM. Eram eles: Áustria; Bélgica; Finlândia; França; Alemanha; Irlanda; Itália; Luxemburgo; Holanda; Portugal e Espanha. Em 1º de Junho de 1998, são estabelecidos O Banco Central Europeu e o Sistema Europeu de Bancos Centrais. O início de suas atividades é marcado pela grande pressão por ganho credibilidade e confiança do público, que mantinha a desconfiança quanto ao bloco.

Atualmente, dos 27 estados membros da UE 15 adotaram o euro, (acrescenta-se Grécia, Malta, Chipre e Eslovênia a lista anterior). Grécia passa a terceira fase da UEM em janeiro de 2001, em janeiro de 2007 Eslovênia, e no ano seguinte, Chipre e Malta. Estes três últimos países ingressaram à União européia apenas no ano de 1994. Dinamarca e Reino Unido possuem um status especial, a ambos foi concedido o direito de participar ou não da terceira fase da UEM enquanto os outros países da união européia procuram atingir o grau necessário de estabilidade de preços, finanças públicas

sólidas, taxas de câmbio estáveis e convergência das taxas de juros de longo prazo para assim, se tornarem aptos a ingresso à terceira fase da UEM.

No gráfico abaixo, podemos observar a convergência do nível de preços dos países que hoje formam a zona do Euro.

1.1



Fonte: FMI, 2008: Balance of Payments Statistics (Yearbook 2007)

Banco Central Europeu (BCE) e o sistema europeu de bancos centrais

A condução da política monetária da zona do Euro envolve: O Banco Central Europeu (BCE), em Frankfurt, e bancos centrais nacionais da união europeia participantes do euro, o eurosistema coexiste (enquanto houver membros da União Europeia não pertencentes a zona do euro) com o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) formado pelos bancos centrais nacionais, dos países membros da UE tendo eles adotado ou não o Euro. Estes bancos centrais trabalham com funções análogas a dos bancos regionais do FED. As decisões sobre definição e implementação da política monetária, condução de operações de câmbio, controle de reservas, e controle do sistema de pagamentos na área do Euro são funções do Eurosistema.

O banco central europeu iniciou suas atividades em meados de 1998, tendo seis meses de preparação para o início das atividades como responsável pela política monetária da zona do euro. A criação do BCE tem como objetivo, possuir um sistema com um Banco Central blindado a pressões políticas de qualquer espécie, visando evitar a incidência de pressões inflacionárias ou de qualquer outra espécie à zona do Euro. O BCE, assim como o SEBC operam com grande independência, acima de qualquer governo nacional isolado, e a diminuição desta independência exigiria uma emenda ao tratado de Maastricht, sujeita à votação das assembleias legislativas de todos os países membros da UE. Porém, este grande nível de proteção quanto às decisões do banco central torna ineficiente a prestação de conta do Sistema ao eleitorado.

Contrariamente a essa perda de eficiência, os membros do SEBC são escolhidos por indicação política (cargos de período fixo e não renováveis) e a decisão sobre o nível da taxa de cambio do Euro esta nas mãos das autoridades políticas. Evitando, uma total liberdade de fato do BCE na decisão de conduta relativa a política monetária.

Áreas Monetárias

Descrição de área monetária ótima

Uma união Monetária, o caso mais extremo de fixação cambial, é definida como uma área geográfica com apenas uma moeda em circulação. Esta moeda serve como unidade de conta, equilibrando as cotações e mantendo o poder de compra de seus membros com uma taxa acordada.

Frente ao resto do mundo, os Estados membros desta união monetária possuem uma mesma taxa de câmbio para transformação de moedas externas em moedas domésticas. A união monetária é um fator estimulante à mobilidade de capital, além de forte instrumento político. A teoria das áreas monetárias ótimas (AMO) coloca que uma taxa de cambio fixa é recomendada para regiões fortemente ligadas pelo comercio e pela movimentação de fatores.

Em “The theory of optimal currency áreas”, American Economic review, 51, set 1961, Robert Mundell discute o que seria uma área monetária ótima, lançando a questão principal a ser colocada: quais critérios de decisão fazem com que várias regiões adotem uma única moeda. A resposta foi encontrada através da análise de custo-benefício de uniões monetárias.

Uma união monetária gera, por um lado, redução dos custos transacionais, devido a maior previsibilidade sobre decisões relativas a negociações, e ganho de liquidez da moeda, gerado pelo aumento da área de circulação da mesma. Estes ganhos são compartilhados, também, pelos mercados financeiros que se beneficiam deste aumento de liquidez.

Por outro lado, uniões monetárias representam o fim da taxa de câmbio ajustável entre seus participantes, capaz de absorver os efeitos de choques assimétricos entre países. Dentro de uma união, a função de absorção dos choques é papel da mobilidade de capital e trabalho, que passam a ser os fatores estabilizadores de produto e emprego.

Tomando como exemplo um universo de dois países: o primeiro produtor de automóveis e o segundo produtos de bicicletas. suponhamos que um choque assimétrico faça com que a compra de bicicletas seja preferível a compra de automóveis levando a

demanda por bicicletas a sofrer um aumento significativo enquanto a industria automotiva sofre uma queda de demanda.

Supondo que cada país tenha sua moeda própria, uma mudança na taxa de câmbio absorveria o choque, neste caso o Banco central do país produtor de automóveis reduziria a taxa de juros para combater o desemprego e o banco central do país produtor de bicicletas elevaria a taxa de juros para conter a inflação, esse movimento faria com que a moeda do país produtor de automóveis se depreciasse em relação a moeda do país produtor de bicicletas.

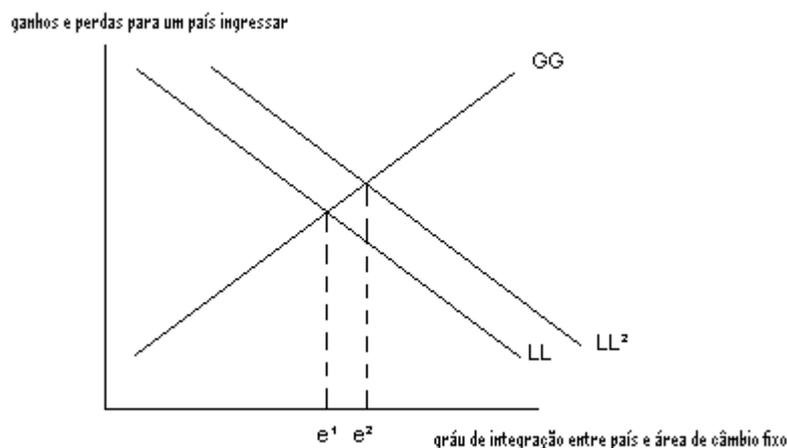
No caso dos países terem uma moeda comum em circulação, esse mecanismo não pode ser utilizado, tornando o movimento dos fatores a ferramenta de ajuste. Trabalho e capital migrariam para a região demandante, fazendo com que preços e empregos se ajustem. Portanto, quanto maior a integração econômica entre países membros de uma união monetária, menos custoso é um ajuste a choque que atinja de forma assimétrica duas economias.

Quanto mais aberta for uma economia mais instável e sensível a choques assimétricos ela será. Tudo o mais constante, quanto maior a volatilidade no mercado de produtos, menos vantajoso é para um país ingressar em uma área de câmbio fixo. Levando-se em conta que a mobilidade de fatores não se dê de forma perfeita, uma união monetária deve evitar os choques assimétricos. Um parque industrial diversificado diminui este efeito, o choque em um setor tem menor efeito na economia como um todo.

Dentro de uma união Monetária, é necessária a cooperação fiscal, e formação de arranjos que facilitem a transferência de recursos como suplemento a mobilidade de fatores.

O modelo GG-LL serve como um modelo simples de análise de vantagens e desvantagens de integração de um país ou região a uma área monetária, através dos custos e benefícios gerados pela mesma. Assumindo a curva GG como o total do ganho potencial de um país em ingressar em uma área de câmbio fixo e a curva LL como o somatório dos custos, gerados pela perda de instrumentos de política econômica, temos assim, um modelo de decisão, ainda que fraco, para um país participar ou não de uma união monetária, quanto maior o grau de integração entre o país e a área monetária maiores os benefícios e menores os custos.

2.1



Tendo um país a curva de ganhos GG e a curva de custos LL, ele deve ingressar na união monetária caso o grau de integração com a mesma seja maior ou igual a e^1 . A curva LL^2 representa uma situação do país caso seus custos de ingressar em uma área de câmbio fixo aumentem por motivos como o aumento da demanda por exportação do país por exemplo, o que tornaria necessário que o grau de integração entre o país e a área de câmbio fixo fosse no mínimo e^2 para que ingressar na região econômica se torne vantajoso.

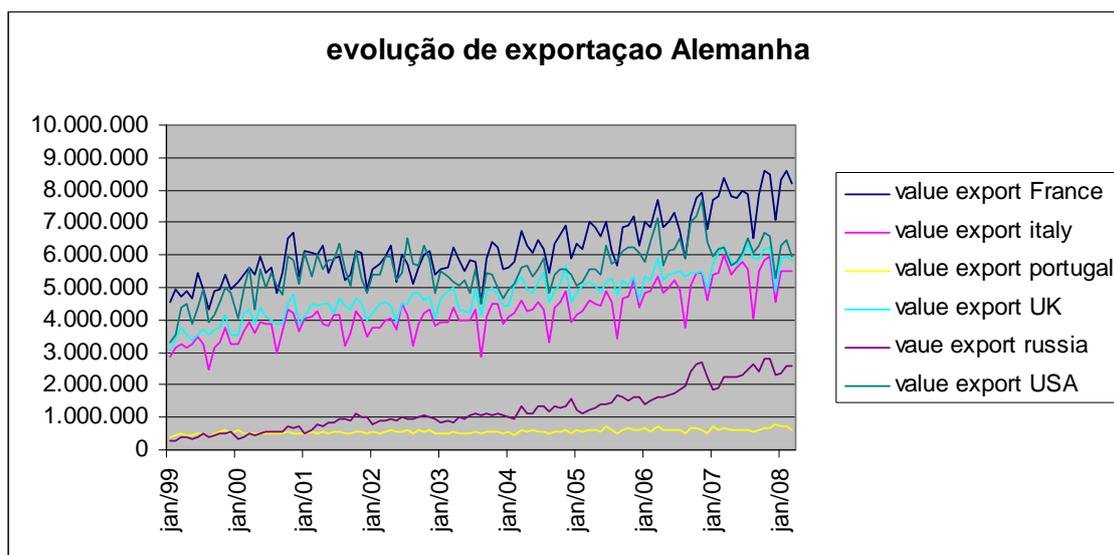
Europa como área monetária não ótima

A partir da teoria de áreas monetária ótimas podemos discutir os ganhos e perdas de países ao fixar suas taxas de câmbio, e analisar a eficiência da zona do Euro como área monetária.

Para muitos economistas, a Europa é uma região muito heterogênea para formação de uma área monetária positiva, baseando-se na análise dos ganhos e perdas gerados. Principalmente quando comparado aos Estados Unidos, a zona do Euro possui

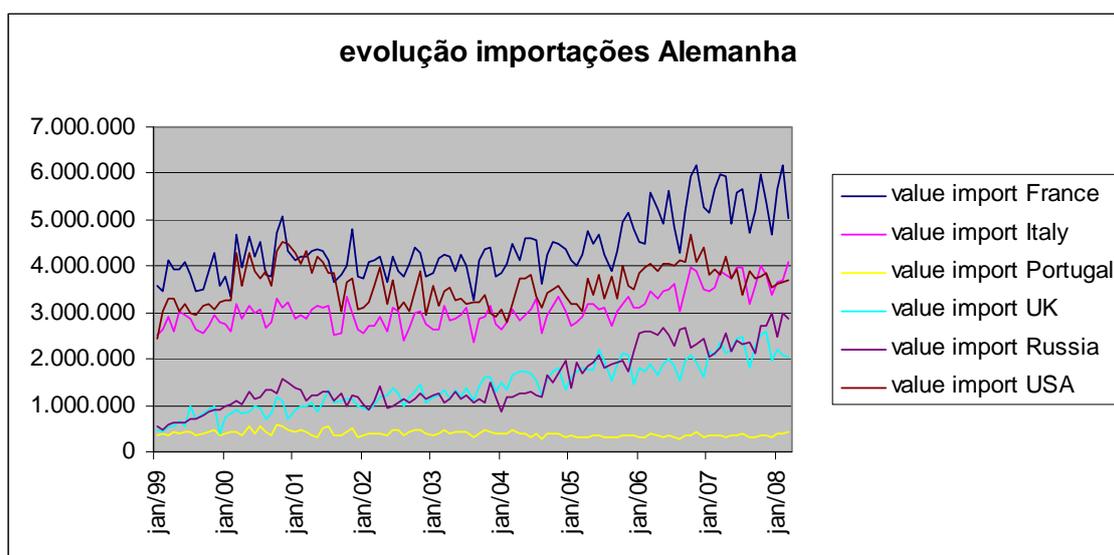
ganhos relativamente baixos com redução de seus custos transacionais e aumento de comércio, gerados pela utilização de uma única moeda. Para os críticos do sistema, esses ganhos não compensam as perdas geradas pela perda de controle das políticas monetárias nacionais. Podemos observar, por exemplo, a evolução de exportação e importação alemã. a relação comercial com nenhum país observado apresenta ganhos extraordinários (tabela 1.1).

3.1



Fonte: Banco Central alemão

3.2



Fonte: Banco Central Alemão

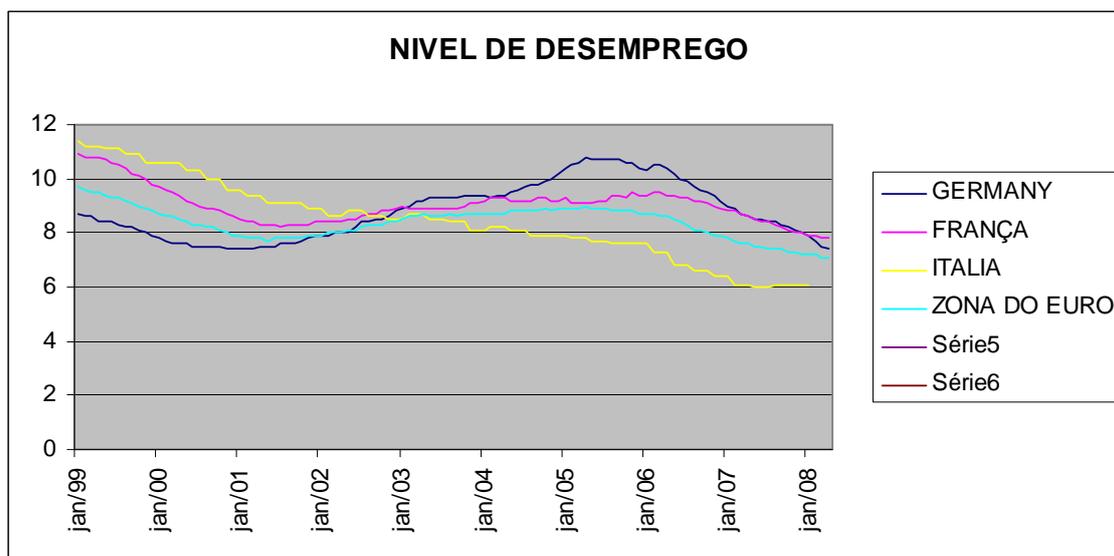
Os custos de submissão da soberania monetária nacional depende de uma série de fatores: a incidência de distúrbios macroeconômicos assimétricos na zona do Euro,

grau de flexibilidade de salários e preços, mobilidade de fatores de produção dentro da União.

A integração comercial entre os países de uma união monetária deve ser representativa para apresentar benefícios, os níveis de comércio intra_UE, apesar de relevantes em porcentagem do PNB se comparados aos outros parceiros comerciais não é expressivo se comparado por exemplo a números como os americanos.

O mercado de trabalho europeu é rígido, e a mobilidade de trabalho na zona do Euro limitada, basicamente, por fatores culturais e idiomáticos. Este fato torna processos de ajuste mais lentos e custosos para os países membros da união monetária se comparado a uma situação em que cada nação possuísse sua própria moeda e política de ajuste. Apesar da variação no desemprego, podemos observar que não ocorreu um processo de convergência dos indicadores dos vários países. Porém o desemprego da zona do Euro em sua totalidade, apresenta hoje um nível muito menor (aproximadamente 3% menor) se comparado ao ano de 1999.

4.1



Fonte: Bloomberg

Por outro lado, a teoria de Áreas monetárias ótimas não analisa a zona do Euro, a partir da totalidade de seus objetivos políticos e econômicos, a zona do euro é um avanço em direção a uma maior unidade européia, transformando países, por vezes, de baixa relevância, em um bloco com grande força política e maior representatividade frente às grandes potências mundiais.

Somando-se a isso o PEC e o Tratado de Maastricht, podemos concluir que quanto mais longa e interdependente for a união, menores serão as assimetrias. As fronteiras nacionais e o nacionalismo continuarão a persistir, como barreiras fortes. Porém a tendência de maior flexibilização do emprego e de legislações trabalhistas, fortalecem cada vez mais a Zona do Euro.

Perspectivas para o Euro

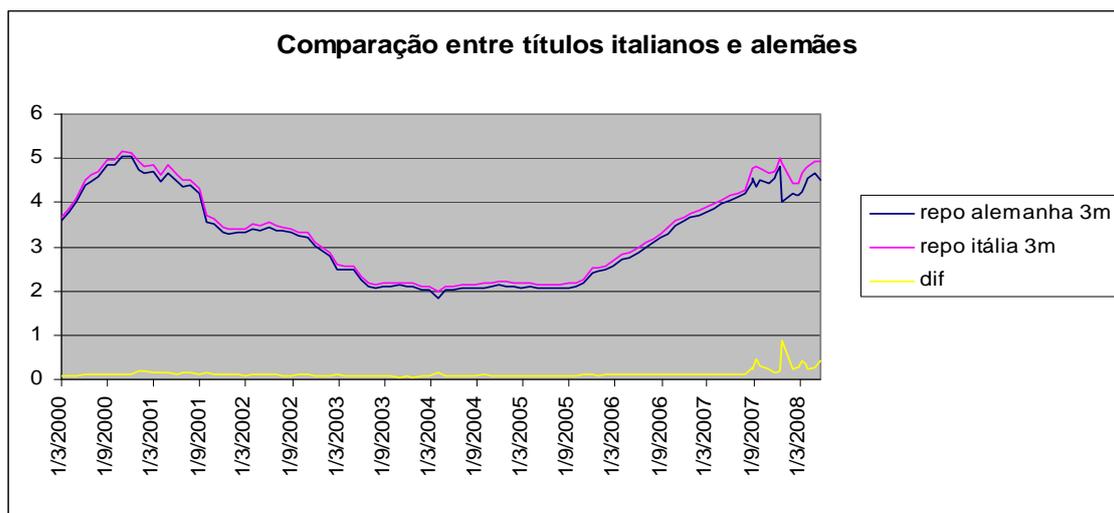
Panorama econômico e implicações no mercado europeu

As pressões do mercado financeiro influenciam, de forma crescente, o nível de atividade global. O período compreendido entre meados de 2007 e 2008 cuja principal característica econômica provavelmente foi a contaminação das fraquezas econômicas americanas e a desordem de repercussão global da economia, representando, talvez, o fim de um forte ciclo de prosperidade, gerando diminuição no crescimento das principais economias mundiais. Ao mesmo tempo, as pressões inflacionárias se mantêm altas, influenciadas pela alta dos preços de petróleo e de commodities.

Na zona do euro a expectativa de crescimento continua baixa, se colocando entre 1,3 e 1,5%. Um dos maiores riscos atuais ao crescimento é a extensão da crise de crédito alimentada pelo mercado financeiro através do nível de atividade. Ainda não existem evidências de crise dentro da zona do euro, porém o desconforto e busca por investimentos mais seguros está refletido na negociação dos títulos de diferentes países do grupo. Outro problema enfrentado pelo bloco é a deteriorização da inflação, altos custos de energia e de alimentos principalmente elevam a inflação do bloco para próximo dos 3%.

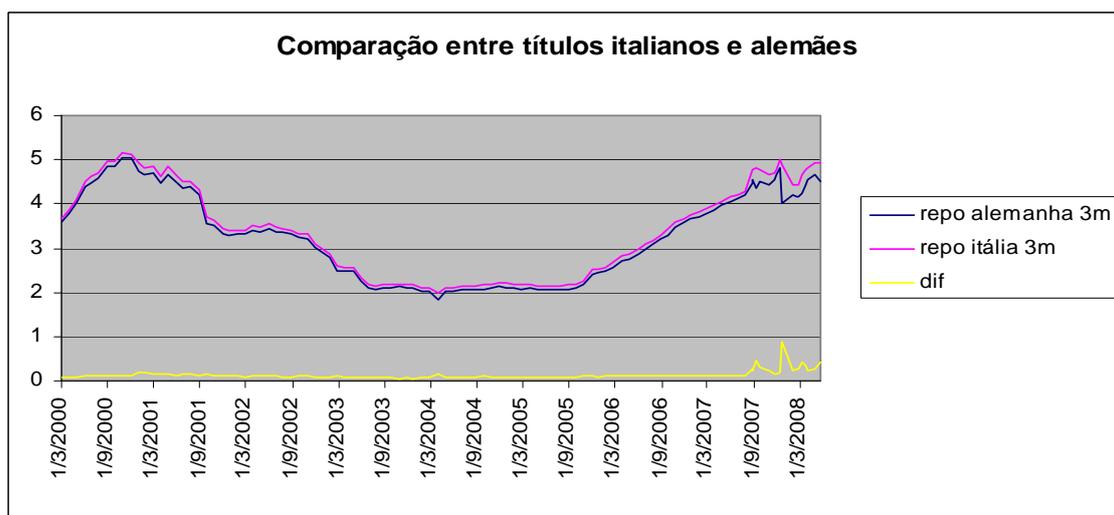
Os gráficos mostram o desequilíbrio gerado pela crise entre títulos alemães e italianos, o movimento para segurança nos investimento faz com que países com maiores desequilíbrios macroeconômicos tenham o prêmio de seus títulos de dívida elevados.

5.1



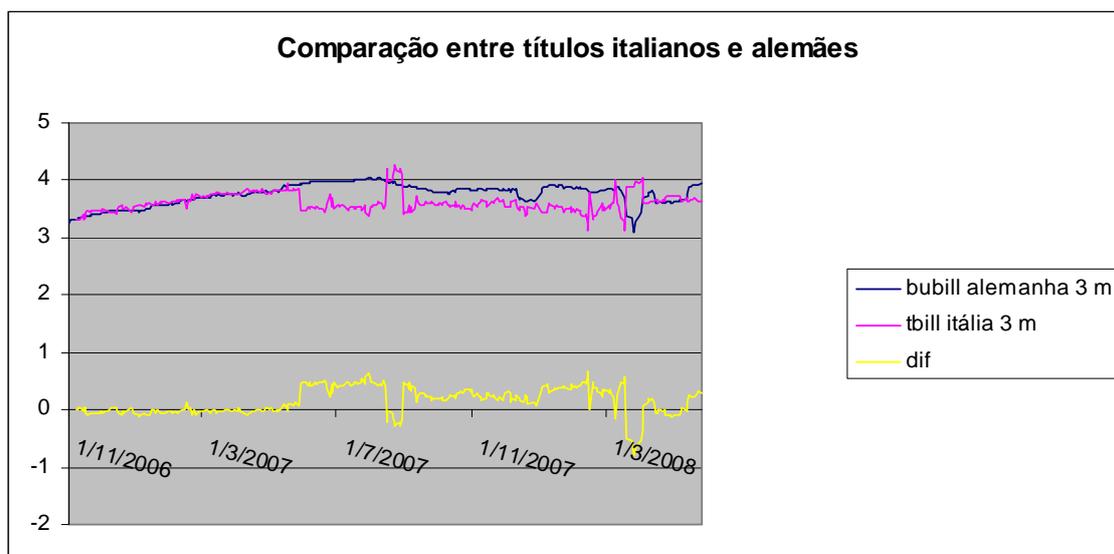
Fonte: Bloomberg

5.2



Fonte: Bloomberg

5.3



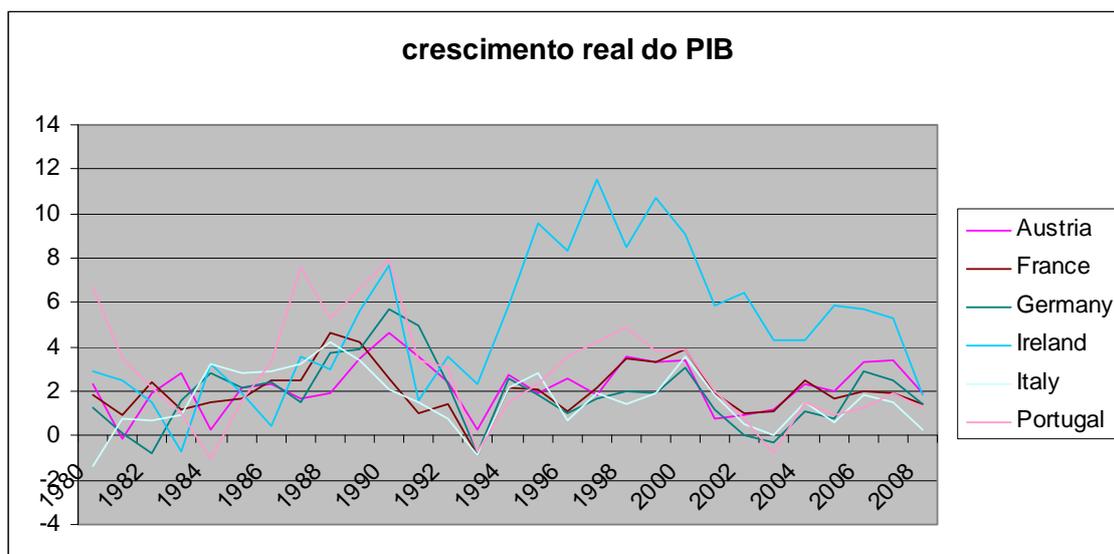
Fonte: Bloomberg

O BCE é o responsável por enfrentar essa grande série de desafios: inflação significativa e persistente acima da meta, desequilíbrio no mercado interbancário e financeiro, uma rápida apreciação da moeda e desaquecimento da economia.

Seu maior desafio é o combate de choques nacionais e setoriais assimétricos com uma única política monetária. Existe considerável divergência entre níveis de crescimento entre países membros.

Apesar da tendência de queda, apresentada por toda a zona do euro, Alemanha e Áustria apresentam um nível ainda positivo de crescimento enquanto outros países como Itália chegam a um nível de crescimento quase nulo. Além de ter países como Irlanda ou Espanha que apesar de possuírem um nível elevado de crescimento real de PIB, mostram forte processo de frenagem.

6.1



Fonte: FMI, 2008: Balance of Payments Statistics (Yearbook 2007)

O problema clássico de assimetrias dentro de uma zona monetária é a base de todos os desafios do euro. Diferentes crescimentos, altas inflações e endividamentos por parte de alguns países somados a diferentes preferências econômicas, tornem necessária a busca do BCE por uma solução que, minimizando os custos, blinde o bloco, evitando ao máximo, efeitos da crise.

Como é observado, o BCE age ativamente nesta questão, sendo, no auge da crise de liquidez, o banco central com maior intervenção financeira junto ao mercado, além do processo de elevação das taxas de juros, buscando evitar ao máximo os efeitos do desdobramento que uma crise maior poderia gerar em uma união monetária.

Possibilidade de desmembramento da área do Euro

Antes mesmo da implementação da moeda única na zona do euro, as possibilidades de rompimento do bloco já eram vislumbradas. O projeto, sem precedentes, de implementação do euro, uma moeda única em uma região repleta de assimetrias entre seus países, como barreiras fiscais, trabalhistas, políticas, culturais e econômicas.

A idéia de integração econômica, por si só, vai contra a concepção de soberania nacional. Portanto, períodos turbulentos, crises e realinhamentos mundiais, são desafios

para a manutenção de uma área monetária, como no caso europeu. Desafios estes que se mostram mais fortes no caso de menor homogeneidade e flexibilidade das economias do bloco.

O eurosistema, em 2008 e a zona do euro, em 2009 completam dez anos. É viável associar a longevidade do bloco à diminuição da possibilidade de desmembramento, e conseqüente aumento de credibilidade da moeda, como colocado por Barry Eicengreen em “THE BREAKUP OF THE EURO AREA”: “...It is unlike that one or more members of the euro area in the next ten years...the total desintegration of the euro área is more unlikely still”

Quanto mais aceita a idéia de moeda única européia, mais custoso é o abandono da área do Euro, por um país membro. Abrir mão de uma infra-estrutura forte e uma moeda potencialmente mais forte que o dólar gera o desafio de lidar com uma série de desafios econômicos, políticos, técnicos e legais.

Custos políticos: a saída de um país membro gera dúvidas sobre o futuro do bloco, prejuízos ao país em questão e aos remanescentes, prejuízos aos investidores do bloco, tensões diplomáticas e queda na cooperação entre países.

A saída de um membro gera desequilíbrio e incertezas para todos. A bandeira comum, e principalmente a moeda, são símbolos de integração, baseada na idéia de uma Europa forte e unida. A desvinculação, mesmo que de um país apenas, representa um retrocesso na integração e no fortalecimento do bloco.

Barreiras técnicas e legais: a reintrodução da moeda desvinculada a outros países gera necessidade de mudanças dos sistemas de cobrança, reprogramação dos sistemas para aceitar a volta da moeda nacional. Isto em um sistema que, ao longo do tempo, acabou por formar uma teia entre os países da zona do Euro, em meio a corridas bancárias e ataques especulativos. Uma situação oposta da que levou às mudanças de integração da moeda única.

Custos econômicos: um primeiro pensamento nos leva a crer que a saída de um membro está associada a desequilíbrios internos do país e conseqüente necessidade de liberdade no estabelecimento de suas políticas monetárias. Temos como exemplo a Itália, país com baixo crescimento e alto nível de dívida/PIB, sujeito a incentivos à reintrodução da Lira, sua moeda corrente antes da implementação do Euro. Sua depreciação, recorrendo a uma política inflacionária, resultaria em piora na sua avaliação de crédito, conseqüente aumento dos juros e custos de captação, e incertezas relativas à continuidade da política econômica.

Além disso, a especulação sobre a saída de um país da região monetária por necessidade de política de depreciação de sua moeda acarretaria uma corrida bancária e saída maciça de investimentos do país em questão.

A zona do Euro reúne países, com diferentes governos e interesses, debaixo de igual política monetária. Para alguns destes existe o interesse sobre a estabilidade de preços, como por exemplo Áustria e Alemanha, enquanto para outros o desejo de políticas expansionistas na condução do BCE, como nos casos português e italiano. Portanto, a saída de diferentes países da zona do euro gera diferentes desdobramentos para os próprios países, assim como para os países remanescentes.

A saída de um país, cujas preferências em relação à atitude do Banco Central Europeu seja distante da preferência do grupo, traz mais coesão para o bloco e maior simetria, facilitando o trabalho do Banco Central. Já a saída de um país com interesses semelhantes à maioria, gera dúvida quanto à permanência dos outros membros e conseqüente desequilíbrio do bloco.

No caso atual, a saída de um país como Itália ou Portugal abriria um forte precedente, fazendo surgir um canal para a saída de outros países membros, aumentando a força do controle de preços dentro do bloco, enquanto a saída de um país como a Alemanha, que historicamente tem como principal objetivo em sua política monetária o controle inflacionário, permitiria um relaxamento das políticas monetárias do bloco no sentido de aumentar a competitividade, indo contra o controle de preços, aumentando, porem, os riscos inflacionários corridos pelo bloco.

Reformas

A possibilidade de desintegração da zona do euro é remota, porém, a incidência de choques assimétricos na área ainda é vista como fator preocupante. Com o passar do tempo as diferenças entre países membros, naturalmente, tendem a diminuir, aumentando a credibilidade do sistema. Porém, esse processo deve ser acompanhado de medidas facilitadoras à aproximação do sistema do Euro à configuração de uma área monetária ótima.

Uma maior igualdade entre trabalhadores dos países membros, e o reconhecimento de direitos relacionados à pensão e serviços sociais, facilita o ingresso de trabalhadores em outros países do bloco, gerando diminuição da pressão do mercado de trabalho na condução da política monetária do bloco, assim como na incidência de choques assimétricos.

Alguns passos já foram dados nesse sentido: a criação do documento único, o Europass, quebrando uma série de restrições legais e administrativas; a maior transparência e possibilidade de transferência na qualificação e a maior coordenação do seguro social através das fronteiras, através do “European Health Insurance”.

Essa maior facilidade na migração intra-zona do euro traz uma série de benefícios. Porém, levanta pontos negativos relacionados ao maior controle de imigrantes de outros países, como por exemplo, os africanos.

A política de controle de imigrantes é diferente entre países. Uma maior abertura intra-zona do euro gera um conseqüente aperto nas políticas de migração relacionada a países de fora do bloco, exportadores de mão de obra mais barata do que a interna, diminuindo assim a eficiência do mercado de trabalho nesse ponto.

A pressão política a favor de uma proteção, seria enorme, já que um mercado aberto permitiria que cidadãos de fora dos limites do euro participassem de forma igual do mercado de trabalho da região. Uma possível conseqüência dessa diferenciação é que no longo prazo a diferença colocada entre cidadãos da zona do euro e cidadãos de outros países membros da UE inviabilizaria o operacional de um mercado comum.

A teoria de áreas ótimas também aponta para a necessidade de reformas no sentido de maior incentivo dos países a manterem suas contas nacionais superavitárias, sempre que possível, tornando assim mais suaves, os períodos de crise. Uma reforma como essa no pacto de estabilidade só se torna possível com uma maior integração política entre os países do eurosistema. Essa união seria muito benéfica também para o federalismo fiscal, ou seja, um sistema de transferência de reservas temporário entre estados membros ou mesmo de direcionamento de gastos para um certo país.

Esse tipo de medida possui dois problemas que a zona do euro ainda não pôde combater: requerimento de um orçamento muito alto e principalmente solidariedade política entre estados soberanos para realização de transferências a nível supranacional, e a não existência, na zona do euro, de um espírito de unidade ou uma identidade política do bloco.

Desafios para o Euro

O Sistema de Bancos Centrais Europeu e o BCE, em 2008 e o Euro, em 2009, completam dez anos. Diferente das uniões monetárias implementadas ao longo da história, a zona do Euro experimenta uma união monetária sem precedentes, não acompanhada de uma união política completa, ou próxima disso.

Na história, as uniões monetárias vivenciadas foram acompanhadas da união fiscal, como no caso americano. A UEM traz uma série de benefícios para o consumidor europeu, como comodidade de uma moeda única, que permite maior transparência dos preços e diminuição das barreiras e a mobilidade de força de trabalho e de capital.

Porém, a moeda única comum entre países soberanos gera, também, uma série de dificuldades. Países com governos independentes, histórias, culturas e necessidades nem sempre semelhantes, demandantes de políticas distintas devem se submeter à mesma política monetária.

Em um cenário de baixo crescimento e alto desemprego, a necessidade de políticas expansionistas vem à tona, mas não obrigatoriamente para todos os países membros da união. A preferência por controle de inflação ou políticas monetárias expansionistas é diferente nas diversas nações, tornando desafiadora ao BCE a formulação de políticas que atendam da melhor forma ao bloco.

Conforme discutido anteriormente, são critérios necessários para a criação de união monetária, alta mobilidade de capital e populacional, flexibilidade de preços e salários, um federalismo fiscal que sirva como válvula de escape a pressões inflacionárias e grande credibilidade do banco central, responsável por manter um ambiente que permita a perpetuação das áreas monetárias.

No passado, o rompimento das áreas monetárias se deu após grandes choques, como as duas guerras mundiais, períodos de desequilíbrios, forte mudança nos níveis de preço, e demanda por políticas monetárias eficientes para a reconstrução de economias.

Desde os primeiros planos para a entrada em vigor de uma área monetária comum na Europa, especulações e previsões são feitas sobre seu futuro. Podemos dividir os desafios do sistema do euro em cinco grupos: coordenação de políticas fiscais; coordenação de políticas monetárias; zona do Euro como área monetária não ótima; legitimidade da zona do euro; e seu papel no cenário mundial como moeda de reserva

Não existe na zona do Euro uma coordenação centralizada de controle de políticas fiscais, que defina regras ou limites para o endividamento ou de responsabilidade fiscal dos países membros. Essa ausência faz com que a união monetária europeia não possa responder da forma mais eficiente a choques assimétricos.

Regras limitam o espaço de ação dos países e facilitam a coordenação de políticas para a área, como colocado na sessão anterior. A existência de um federalismo fiscal formal reduziria enormemente o problema de indisciplina fiscal por parte dos estados membros. As atuais taxas de crescimento e de endividamento podem levar a pressões por reformas, que acontecendo tornam esperado um aumento na taxa de crescimento a longo prazo.

Uma série de questões já foram levantadas sobre a política monetária e possíveis dificuldades para o futuro. A união monetária europeia carece de um “lender of last resort” ou prestador de última instância, papel comumente desempenhado pelos bancos centrais modernos, porém não colocado como papel do BCE pelo Tratado de Maastricht.

Não existe, no sistema do euro, um responsável oficial por manter a liquidez e garantir o funcionamento do sistema de pagamentos do bloco em caso de necessidade extrema. Por outro lado, como pôde ser visto nos últimos tempos de turbulência, o BCE se vê obrigado a desempenhar este papel, como, por exemplo, na turbulência desencadeada pela crise do sub-prime americano 2007-2008 (crise iniciada por inadimplência de títulos de crédito de alto risco voltado para uma fatia da população com menor poder aquisitivo e situação econômica mais instável), mas é sempre um risco para um país que mantém uma incerteza quanto à atuação ou não do Banco Central Europeu em caso extremo.

Ainda do ponto de vista da coordenação de políticas monetárias, falta também na zona do Euro uma autoridade central de supervisão do sistema financeiro, incluindo os bancos comerciais, assim como transparência no sistema como um todo, inclusive no banco central. Uma crítica comum ao sistema está relacionada à falta de obrigação em relação à prestação de contas públicas do BCE para membros do bloco.

Um terceiro problema, talvez a principal barreira à eficiência da zona do Euro, é sua colocação como área não ótima. Estão reunidos dentro da UEM um grupo de países muito heterogêneo que impede o bom funcionamento da região. O tratado de Maastricht e o PEC não conseguiram eliminar, apesar de terem diminuído visivelmente, as

diferenças entre países, desafiando a continuidade da zona do euro e a suavização e eliminação da heterogeneidade do bloco.

A união monetária europeia não possui legitimidade ou aceitação política. A união monetária e as instituições que a cercam não têm uma estrutura política amplamente aceita, os europeus pertencentes a zona do euro ou a União Europeia como um todo continuam tendo suas bandeiras nacionais e línguas como seus símbolos de identidade nacional, fundados na história, cultura e tradição política de cada povo. A existência de uma moeda supra-nacional é símbolo de rompimento das barreiras nacionais e com isso motivo de dúvidas entre europeus.

O papel do euro na economia internacional

O euro surge como um forte concorrente do dólar no papel de moeda de reserva, assim como há aproximadamente 70 anos o dólar tomou da libra o lugar de maior moeda de reserva, no pós segunda grande guerra. O declínio das reservas denominadas em libras estava diretamente relacionado à perda de hegemonia internacional pelos Britânicos por perda de colônias, de poder militar e desgaste do sistema financeiro.

O momento da ascensão do dólar pode ser utilizado também como precaução a seu declínio. A perda de espaço da moeda britânica estava relacionada ao crescimento de seus gastos, crescente endividamento e aventuras militares, não muito distante da atual posição americana.

Hoje as estatísticas do FMI mostram que o Euro já representa a segunda maior moeda de reserva mundial, como apresentado pelos dados do FMI de 2006 (25,8% das reservas declaradas, contra 64,7% da moeda americana). O Euro possui como fator de atração o fato de não ser o Dólar, cujo papel na economia mundial está fortemente ligado à preeminência política dos Estados Unidos, enquanto o euro não vem a ser uma moeda de uma superpotência ou de um estado convencional. Do ponto de vista político, existem questões estratégicas que colocam o euro mais atrativo do que o dólar.

Alem de servir ao argumento econômico de diversificação, a política monetária da zona do Euro é conduzida por um banco central com forte independência, menos suscetível a pressões políticas, como ocorre comumente aos bancos centrais nacionais. Talvez por isso, ou somando-se a isso, o sistema do Euro possua maior equilíbrio nas contas do que o sistema americano, tornando-se mais interessante para servir como

moeda de reserva e “benchmark” de preços de “commodities”, substituindo, em muitos casos, a moeda americana em seu papel na economia internacional.

Pressões inflacionárias e estabilidade de preços

A estabilidade fiscal e monetária no contexto de UEM consiste em atingir três metas principais em um cenário equilibrado: estabilidade de preços; índice de déficit público sobre PIB menor do que 60% e superávit orçamentário para o médio prazo.

A introdução da união monetária europeia representa um retorno ao regime do padrão ouro modificado, porém as condições macroeconômicas que garantiram a sustentabilidade do padrão ouro, nem sempre estão a mão dos agentes. A história nos mostra uma série de possibilidades de distúrbios na Europa que desafiam a estabilidade dos preços.

O sistema da UEM foi desenhada de modo a permitir que a política monetária seja dominante sobre a política fiscal, para assim garantir a sustentabilidade e credibilidade dos objetivos de estabilidade de preços.

Aumentos no déficit orçamentário, que gerem a necessidade de prudência fiscal reduzem o incentivo dos países membros em manter esse objetivo, aumentando assim a pressão a favor da emissão de moeda. A guerra é conhecida como a mãe da inflação, não só na Europa como em grande parte do mundo, por ser um período em que a necessidade de criação inflacionária de moeda aparece fortemente.

Apesar de ser o maior exemplo, choques nos termos de troca também representam grande desafio aos preços. Esses, por outro lado, não recebem resposta eficiente de políticas expansionistas, como no caso das crises do petróleo nos anos 70, não pressionando o BCE nesse sentido. Uma taxa de câmbio bastante flexível em relação ao resto do mundo é a melhor receita a ser seguida pela zona do Euro para minimizar efeitos de crises desse tipo.

O combate a choques inflacionários feito pelo BCE se dá a longo prazo. Existe a necessidade em se manter crível o compromisso de estabilidade de médio e longo prazo, pilar do euro como foco para a perpetuação do bloco. Com o tempo, paradigmas tendem a mudar, levando políticas a outros caminhos, alterando os objetivos do BCE,

podendo culminar no extremo de necessidade de abandono da política de controle de preços em prol de crescimento.

Essa possibilidade, porém, é remota, já que como colocado acima, um dos pilares do Euro, acordado no tratado de Maastricht é o controle de preços, fundamental para a manutenção da união do grupo. Outras respostas a choques inflacionários gerariam severos desequilíbrios, provavelmente não sustentáveis.

Conclusão

A cada crise econômica mundial vivenciada, ressurgem dúvidas acerca da sustentabilidade da zona do Euro e da subsistência de uma área de moeda comum.

Determinado Estado, ao ingressar em uma união monetária, ata suas mãos quanto à política monetária à qual será submetido, despojando-se de um forte instrumento de correção da economia. Assim, haverá limitações à implementação de políticas nacionais de ajuste, limitações estas evidenciadas em um ambiente de mobilidade de capitais imperfeito, que escapa à classificação de área monetária ótima (AMO).

A possibilidade de um membro participante do eurosistema reintroduzir sua moeda nacional, ou mesmo de a região se desmembrar, existe. A área geográfica de circulação do Euro, e a união européia, como um, são habitadas por residentes que se identificam com suas nações, e não com o bloco em sua integralidade, inexistindo barreiras culturais a um desmembramento.

Unões monetárias têm em seu âmago a idéia de compromisso com os princípios estabelecidos e “trade-offs”. Assim, seus membros devem concordar com políticas que nem sempre representam a situação individualmente ótima. Desta forma, optando pela permanência na união econômica, o país membro troca políticas monetárias sub-ótimas por outros benefícios.

Em um ambiente desta natureza, é razoável acreditar que uma mudança significativa no cenário econômico implique em alterações nos incentivos oferecidos para que os países membros cumpram os compromissos assumidos. Os custos de acompanhamento de políticas supranacionais são voláteis. Uma política que anteriormente era razoável, apesar de não ótima, em um ambiente de choques assimétricos pode se tornar inexecutável, com custos proibitivos, acarretando no descumprimento do pactuado.

Por outro lado, os custos de abandono de uma área monetária são elevados. O retorno à moeda nacional, seguida de uma depreciação, visando a incrementação da atividade econômica, teria rápida resposta inflacionária, levando a uma elevação na taxa de juros e conseqüente aumento do custo de serviço da dívida.

A avaliação de custos legais, técnicos e, principalmente, políticos, são fundamentais à adoção desta decisão. O abandono da área monetária representa a

quebra de um compromisso, podendo ser comparado a situação de “default” de um país em relação à sua dívida. Como exemplo, o caso brasileiro, que por muitos anos arcou com as conseqüências da moratória decretada, ou a situação argentina, país que ainda sofre severas conseqüências.

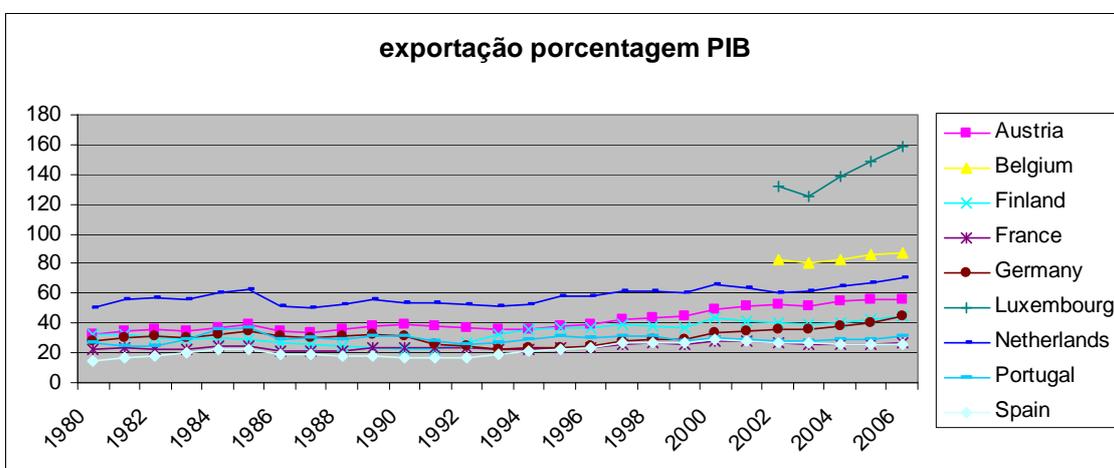
Ademais, ao país membro dissidente poderão ser impostos isolamento e boicotes e, por óbvio, deixará de fazer parte da tomada de decisões do grupo e perderá os benefícios garantidos aos membros. O país retirante destituir-se-á da força política gerada pelo fato de integrar uma união monetária. Além disso, a retirada poderá deflagrar um processo de descrença com relação à política do sistema integrativo, e gerar um provável processo de crise no bloco, incentivando a saída de países que vivem situação semelhante.

Quanto mais duradoura for a experiência do Euro, e mais consistente seu desenvolvimento, menores serão as possibilidades de desmembramento do grupo ou reintrodução de moedas nacionais como medidas de controle de desequilíbrios econômicos.

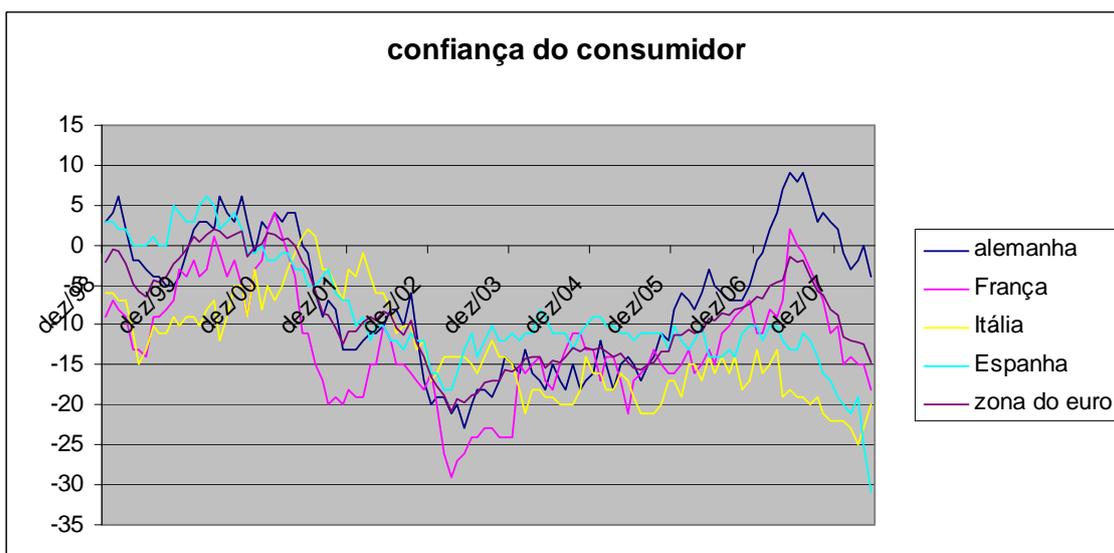
O processo de formação da zona do Euro, como colocado na monografia, é um acontecimento sem precedentes. Mesmo não alcançado ainda o nível desejado de integração, ele já é elevado, gerando uma série de vantagens. Países que, individualmente considerados, não possuíam projeção alguma no cenário internacional, passam a integrar uma das maiores potências econômicas mundiais, com uma moeda forte e valorizada, e economia estável.

Apesar de a impossibilidade de realização de políticas monetárias no âmbito nacional representar um elevado custo, as vantagens adquiridas com a implementação da zona do Euro são significativas, e tendem a aumentar com a convergência das preferências econômicas. Os custos sociais e econômicos existem e são relevantes, porém são parte de um processo que tende a trazer benefícios crescentes em prazos relativamente curtos.

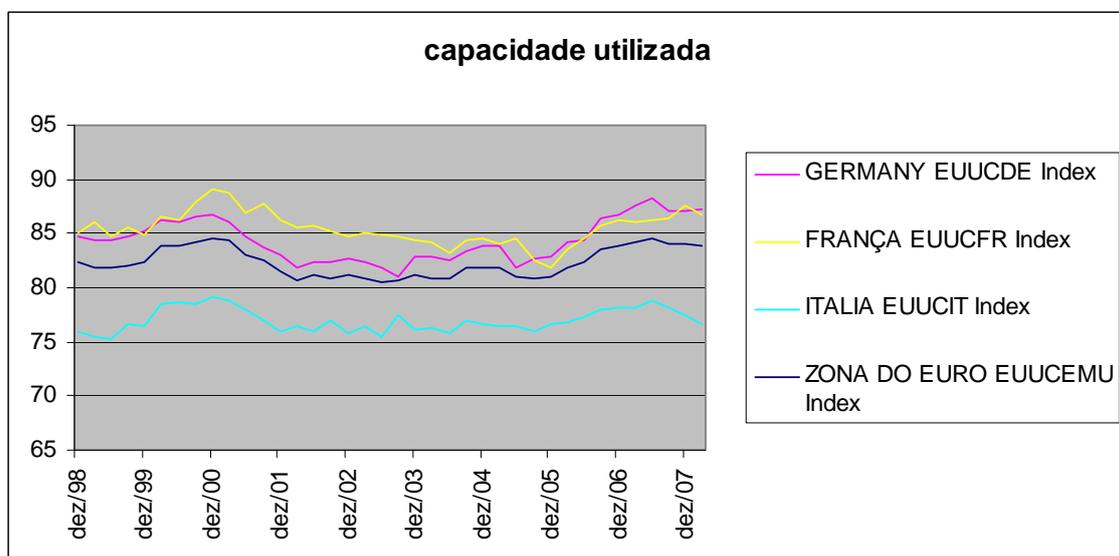
7.1



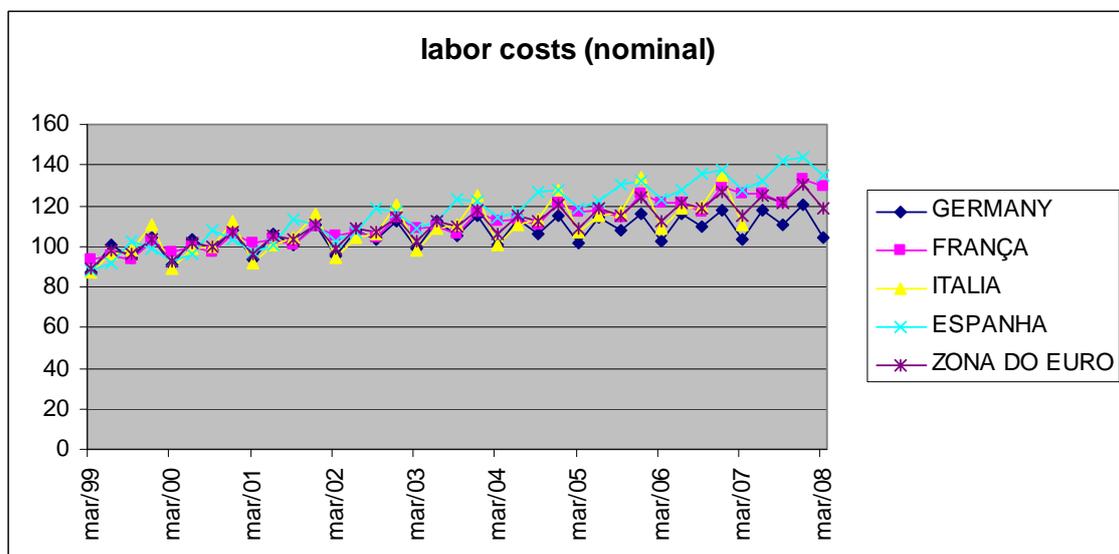
8.1



9.1



10.1



Referências bibliográficas

Bordo, Michael, Harold, James 2008 “A Long Term Perspective on the Euro” Working Paper 13815 National Bureau of Economic Research – NBER

Eichengreen, Barry, September 2007 “The Breakup of The Euro Area” Working Paper 13393 National Bureau of Economic Research – NBER

Chinn, Menzie D., Frankel, Jeffrey A., Abril 2008 “THE EURO MAY OVER THE NEXT 15 YEARS SURPASS THE DOLLAR AS LEADIN INTERNATIONAL CURRENCY” Working Paper 13909 National Bureau of Economic Research – NBER

Obstfeld, Maurice, Peri, Giovanni 1998 “ Regional Nonajustment and fiscal policy: Lessons For EMU ” Working Paper 13815 National Bureau of Economic Research – NBER

Jonung, Lars, Bordo, Michael 1999 “ The Future of EMU: What Does The History of Monetary Unions Tell Us ” Working Paper 7365 National Bureau of Economic Research – NBER

Jonung, Lars 2002 “ EMU and the Euro The first ten years ” European University Institute

Gave, Louis-Vincent 2008 “ The divergence in European Spreads- Why Now? ” GaveKal Ad Hoc

April 2008 “ Euro Area Quarterly ” Credit Suisse economic research

Louanges, Matthieu 2008 “ European Perspectives ” PIMCO

Krugman, Obstfeld “Economia Internacional – Teoria e Política” 6ª edição, Editora Pearson Education

Blanchard, Oliver “Macroeconomia” 3ª edição, Editora Pearson Education

Eichengreen, Barry “A Globalização do Capital – Uma História do Sistema monetário Internacional” 1ª edição, Editora 34