

# **A CRISE DA UNIÃO EUROPEIA (WHY PIGS CAN'T FLY)**

**Cláudio Gontijo**

## **RESUMO**

Este artigo analisa as raízes da crise da dívida soberana da Europa, que envolveu os “PIGS” a partir de fins de 2009, causando nova onda de turbulência global. Para tanto, examina, ainda que de forma sucinta, a gênese histórica da União Monetária Europeia, em conexão com o desenrolar da economia mundial desde a década de 1970, as bases teóricas dos dispositivos econômicos do Acordo de *Maastricht* e da política econômica da União, assim como a evolução dos principais indicadores econômico financeiros do bloco e dos “PIGS” até fins de 2010. Ele demonstra que a tese conservadora, segundo a qual a crise se originou na irresponsabilidade dos governos dos PIGS, que teriam abraçado políticas populistas, recusando-se a equilibrar o orçamento e reduzir a dívida durante o período de “vacas gordas” da economia internacional, carece de sentido.

Palavras-Chave: crise da dívida soberana europeia; crises financeiras; União Monetária Europeia, euro.

## **ABSTRACT**

This article analyses the roots of the European debt crisis, which started at the end of 2009 and embraced the so called PIGS, causing a global turbulence. It studies the historical genesis of the European Monetary Union since the decade of 1970, in connection with the dynamics of the international economy, the theoretical foundations of the Maastricht Treaty and the economic policies of the Union, as well as the evolution of the traditional macroeconomic indicators of the block and the PIGS up to 2010. It shows that the conservative thesis that populist policies are at the origins of the crisis does not fit the data.

Key-words: European debt crisis; financial crises; European Monetary Union; euro.

Classificação JEL: E3 Prices, Business Fluctuations, and Cycles; E44 Financial Markets and the Macroeconomy.

Área da SEP: 5. Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento.

Subárea: 5.2. Economia e Finanças Internacionais

# A CRISE DA UNIÃO EUROPEIA (WHY PIGS CAN'T FLY)

Cláudio Gontijo

## 1. Introdução

A crise da dívida soberana da Europa tem sido objeto de vivo debate na imprensa especializada. Muitos comungam a visão de van Overtveldt (2011), para quem ela se originou, essencialmente, da irresponsabilidade dos governos dos PIGS – acrônimo que designa Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha (*Spain*, em inglês) – ou PIIGS – por ter incluído posteriormente a Itália – que teriam abraçado políticas populistas durante o período de “vacas gordas” de vigência de Maastricht. Essa perspectiva, contudo, tem sido contestada inclusive por analistas profundamente enfrontados com os interesses dominantes, como Martin Wolf, editor do *Financial Times*, para quem a crise teria sido o resultado da “parada súbita” gerada pelo pânico de fins de 2008, o que teria causado “crises de iliquidez e insolvência em cascata de países e bancos” (*Valor*, 5/10/2011). Isso sem falar em autores críticos, como Belluzzo, segundo o qual o problema teria sido a subavaliação dos riscos durante o período de *boom* (*Valor*, 4/10/2011) e Gontijo e Oliveira (2012), que afirmam ter sido a turbulência europeia uma consequência direta da própria crise do *subprime*, que teria desarrumado as finanças públicas dos países europeus e instaurado um quadro de aguda incerteza, num contexto de políticas contraproducentes da liderança europeia, inclusive do Banco Central Europeu (BCE), amarrado a um mandato institucional equívoco.

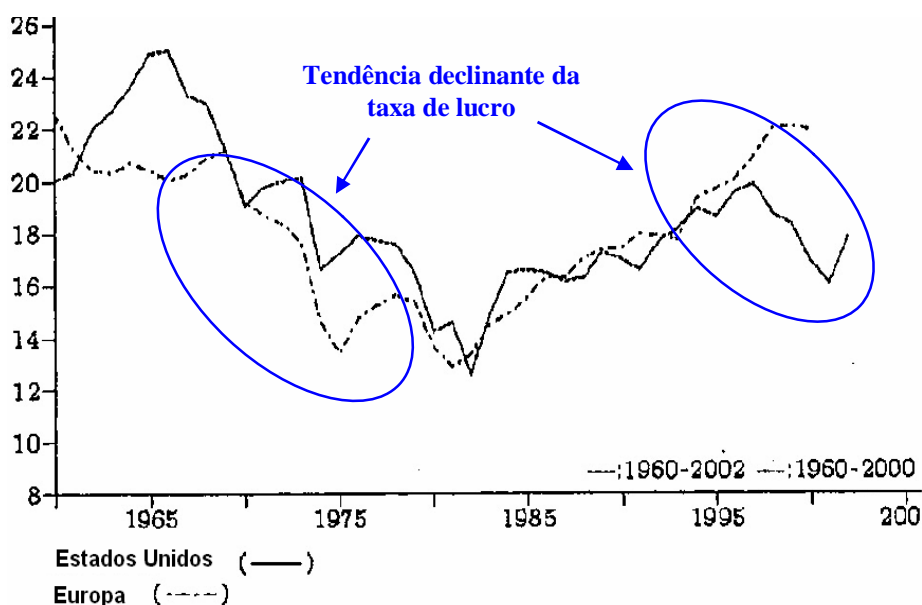
Não é objeto deste artigo, contudo, discutir o conjunto de fatores que condicionaram essa crise, mas examinar a tese conservadora à luz dos usuais indicadores macroeconômicos. Para tanto, ele se encontra organizado em quatro seções, além desta introdução. Na seção 2, analisa-se, ainda que de forma sucinta, a gênese histórica da União Monetária Europeia (UME), em conexão com o desenrolar da economia mundial desde a década de 1970. A seção 3 discute as bases teóricas dos dispositivos econômicos do Acordo de Maastricht, assim como da política econômica da UME, analisando a evolução dos principais indicadores econômico financeiros do bloco até 2010. Finalmente, na seção 4 examinam-se as raízes da crise da dívida soberana dos PIGS, apresentando-se, de mais a mais, as conclusões do artigo.

## 2. A Economia Política da Estagnação Europeia

A crise da dívida soberana europeia insere-se no ambiente de crescente volatilidade que tem caracterizado a “era” da globalização financeira, inaugurada, no plano econômico, pelo “golpe de 1979” do presidente do *Federal Reserve (Fed)*, Paul Volcker, e, ao nível político, pela ascensão de

Margaret Thatcher ao governo da Inglaterra, de Helmut Koln ao governo germânico e de Ronald Reagan à presidência dos EUA. Mais do que motivada pela decisão de se combater a inflação a todo custo, como sustentam Eichengreen (1996, p. 195) e Duménil e Lévy (2004, p. 65), o “golpe” representou uma resposta à proposição dos demais países desenvolvidos, veiculada na reunião do FMI de setembro de 1979, de se redesenhar o padrão monetário internacional, rebaixando o dólar de seu *status* privilegiado. Elevando a *federal funds rate* de uma média de 11,2%, em 1979, para 20%, em junho de 1981, Volcker não somente fortaleceu a moeda norte-americana, mas contribuiu, conjuntamente com a “política keynesiana bastarda, de cabeça para baixo” dos EUA para “submeter os seus parceiros e desafiar econômica e militarmente os seus adversários” (Tavares, *idem*, p. 6), restaurando, de fato, sua hegemonia.

O sucesso dessa estratégia, em vivo contraste com o fracasso das políticas keynesianas da década de 1970, se explica pela recuperação da taxa de lucro, que voltou a aumentar a partir de 1982 (Figura 1), não apenas como resultado das empresas dos países avançados terem se descartado “de enormes quantidades de meios redundantes e obsoletos de produção de manufaturados, em especial durante a longa recessão da primeira parte da década [de 1980]”, mas, essencialmente, como produto da revolução da microeletrônica. Desta feita, a combinação de aumento dos gastos públicos, no âmbito da indústria bélica, e de renúncia fiscal em favor das camadas de maiores rendimentos, características da “Reaganomics”, desembocou na retomada do crescimento da economia norte-americana tão logo a política monetária foi afrouxada, no bojo da valorização do dólar e do recuo da inflação.



**Figura 1. Comportamento da Taxa de Lucro do Setor Privado, EUA e Europa, 1960-2002.**

Fonte: Duménil e Levy (2004, p. 90)

A retomada do crescimento econômico norte-americano, conjugada à valorização do dólar, contagiaria a economia europeia e japonesa, favorecidas também pela recuperação da taxa de lucro, resultando em novo ciclo de longa duração, no qual se criaram condições para o avanço do processo de integração europeia, interrompido pelo fracasso da “Serpente Europeia”, instituída em 1972, com o apoio do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECM), mecanismo de financiamento dos desequilíbrios de curto prazo do balanço de pagamentos.

Mas o insucesso da Serpente, dada a conjuntura “marcada por choques do petróleo e turbulência no mercado de *commodities*”, assim como pelos desacordos dos países europeus quanto ao enfrentamento da crise internacional (Eichengreen, 1996, p.207-8), levou os franceses a propor, em 1979, a criação do Sistema Monetário Europeu (SME), instituído graças ao apoio germânico no dia 13 de março do ano seguinte. Formalmente objetivando (i) estabilizar as taxas de câmbio; (ii) reduzir a inflação; e (iii) preparar a unificação monetária europeia, o acordo instituiu a *European Currency Unit (ecu)*, uma “moeda de conta”, cuja composição era proporcional à contribuição dos países ao produto nacional bruto da Comunidade e às trocas comunitárias. As taxas de câmbio dos países que concordassem com o *Exchange Rate Mechanism* (ERM), que seria o coração do novo sistema, poderiam flutuar até 2,25% (6% no caso da Itália) em torno dos valores de paridade de suas taxas bilaterais. Para garantir que perturbações de curto prazo não rompessem esse limite, previam-se linhas de financiamento e a substituição do FECM pelo Fundo Monetário Europeu (FME), o qual, além de emitir *ecus* e administrar as reservas internacionais, poderia intervir no mercado quando necessário.

Os franceses esperavam que o SME funcionasse conforme propusera Keynes em Bretton Woods, de modo que os custos do ajustamento dos desequilíbrios no balanço de pagamento recaíssem também sobre os países superavitários. Todavia, em razão de ter a Alemanha assumido “o papel de país de moeda forte que tinha sido ocupado pelos Estados Unidos em Bretton Woods” (Eichengreen, 1996, p. 214), os financiamentos do FME terminaram por ficar sujeitos às reservas cambiais controladas pelo *Bundesbank*, que condicionou sua liberação à aprovação do governo alemão. Talvez isso não tivesse sido problemático, não fora pela política monetária contencionista do banco central germânico, a qual, além de impor custos proibitivos às políticas expansionistas iniciais do governo Mitterrand, contribuiu decisivamente, em conjunto com o “Acordo do Plaza”, para os desajustes cambiais do Sistema, que se traduziram em nada menos que onze alinhamentos cambiais até janeiro de 1987. Nesse período, em que a Alemanha não funcionou, para os participantes do SME, como a “máquina de dinheiro” que os Estados Unidos tinham sido para os demais países capitalistas avançados signatários de Bretton Woods (Rolfe e Burtle, 1973, p 82), mas, ao contrário, exigiu a subordinação das políticas econômicas do restante do bloco à sua estratégia macroeconômica, tendo o *Bundesbank* funcionado de forma similar ao FMI *vis-à-vis* os

países subdesenvolvidos, impondo medidas de ajustamento recessivo àqueles que, devido a déficits no balanço de pagamento, temiam desvalorizar suas moedas, o marco alemão se valorizou, em média, cerca de 41,8% em relação ao conjunto do SME e de 28,14% em relação ao dólar (Eichengreen, 1996, p. 216 e 1997, p. 157). Não foi, portanto, a década de 1980 “um período óbvio para o revigoramento do projeto integracionista da Europa” (Eichengreen, 2007, p. 334), muito embora tenha sido, graças à ancoragem das moedas europeias ao *deutschmark*, caracterizado pela rápida queda da inflação, que, no âmbito do SME, recuou para somente 2% a partir de 1986, ao custo, está claro, da persistência de elevado desemprego (8,5% em 1989).

O “Acordo do Plaza”, fechado entre os EUA e os demais países do G-5 em 22 de setembro de 1985, foi uma consequência da explosão das importações norte americanas, incentivada pelo dólar valorizado e pela retomada do crescimento econômico a partir de 1983, que fizeram com que o déficit da balança de comércio exterior do país pulasse de US\$ 13,7 bilhões em 1980 para quase US\$ 114,5 bilhões em 1985 (2,7% do PIB), num contexto de redução do nível de emprego no setor manufatureiro do país, que caiu 2 milhões no mesmo período. Brandindo o *Rostenkowski-Gephardt-Bentsen Trade Act*, que imporia uma sobretaxa de 25% sobre as importações dos países com grandes superávits com os EUA, o governo Reagan convenceu os demais países do grupo a valorizar suas moedas. Como consequência, o dólar efetivamente perdeu 29% de seu valor até 1991, quando o déficit estadunidense foi de somente US\$ 24,0 bilhões (Scott 2009, 8).

O lento crescimento econômico e a instabilidade cambial dos países do SME fizeram com que várias lideranças europeias, particularmente da França, buscassem uma maior integração como forma de superá-los. Em memorando endereçado ao Conselho do ECOFIN, em 1987, o ministro das Finanças desse país, Édouard Balladur, já reclamava que a disciplina imposta pelo mecanismo cambial, embora pudesse “produzir bons resultados quando serve para exercer uma limitação sobre as políticas econômicas e monetárias insuficientemente rigorosas”, gera “uma situação anormal quando seu efeito é eximir os países cujas políticas são excessivamente restritivas de promover os ajustes necessários”. Para a França, a solução, portanto, “estaria em uma união monetária governada por um único banco central cujas políticas fossem estabelecidas depois de ouvidos todos os Estados membros” (Eichengreen, 1996, p. 221).

O momento adequado para dar mais um passo no processo de integração veio com a aceleração do crescimento dos países do SME, que subiu de uma média de 2,4% ao ano no período 1984-1987 para 3,9% no triênio 1988-1990, impulsionado não apenas pela reativação da economia mundial,<sup>1</sup> mas também pelo relaxamento das políticas restritivas da Alemanha. Num contexto de

---

<sup>1</sup> Na verdade, o funcionamento tanto do SME quanto de seu sucessor – a União Monetária Europeia, UME – se deu na ambiência relativamente desfavorável da globalização financeira, “era” em que a taxa de lucro nunca alcançou os níveis do pós Guerra e a acumulação produtiva se viu obstaculizada pela hegemonia do capital financeiro. Nesse período, as taxas reais de juros, que se haviam mantido entre 2,5% e 3% ao ano na década de 1960, se sustentaram num

redução das tensões cambiais e estabilidade monetária, em inícios de 1989 aprovou-se, com o apoio da Alemanha, interessada não apenas no acesso a um mercado europeu integrado, mas também em conquistar maior espaço na política externa da Comunidade Europeia, o Relatório Delors, que recomendava, além da formação de uma união monetária em um espaço de dez anos, a eliminação imediata e completa dos controles de capital remanescentes, a imposição de regras determinando limites estreitos para déficits orçamentários e a proibição de financiamento dos Tesouros pelos bancos centrais. Em lugar de uma federação de bancos centrais, conforme sugestão do Relatório Werner, Delors propunha a instituição do Banco Central Europeu, encarregado de implementar a política monetária comum e emitir uma moeda comum.

As recomendações do Relatório Delors foram consagradas pelo Tratado de *Maastricht*, firmado no dia 22 de fevereiro de 1992, que estabeleceu três estágios para a instituição da união monetária. No Estágio I, os países signatários eliminariam os controles de capital e fortaleceriam a independência dos bancos centrais, procurando compatibilizar suas leis internas com o Tratado. No Estágio II, com início em 1994, seria instituído o Instituto Monetário Europeu (IME), para estimular a coordenação das políticas macroeconômicas e, finalmente, no Estágio III, que deveria ter início em 1º de janeiro de 1999, com a União Monetária Europeia (UME). Para tanto, as taxas de câmbio em vigor seriam utilizadas para fins de locação da moeda única e o IME daria lugar ao BCE, que implementaria a política monetária comum. De forma a atender as exigências germânicas, concordou-se que somente os países com histórico de estabilidade monetária poderiam ingressar na nova União. Os chamados “critérios de convergência” a serem atendidos pelos países ingressantes seriam: (i) inflação nos últimos doze meses precedentes sem exceder em 1,5% as menores taxas de inflação dos países membros; (ii) déficit público de, no máximo, 3% do PIB (iii) dívida pública de até 60% do PIB; (iv) taxa de juros de longo prazo que, no ano precedente, não excedesse em mais de 2% as taxas dos três países membros com melhor desempenho em termos de inflação.

---

patamar superior a 5% ao ano até princípios da década de 2000 (Duménil e Lévy, 2004, p. 90). Em segundo lugar, por força do aumento da distribuição dos lucros aos acionistas, que saltou de 30% na década de 1970 para 80% em fins da década de 1990, tendo alcançado 100% durante a recessão de 2000, refreando a acumulação de capital (idem, p. 92). Em terceiro, por ter se quebrado o comprometimento keynesiano com o crescimento econômico, para não falar no “compromisso com as classes assalariadas” (p. 88) do pós Guerra de aumentos anuais do salário real. Finalmente, pela notável reconcentração de renda ao nível global, principalmente em favor dos 1% mais ricos, com a consequente “globalização da pobreza” (Chossudovsky, 1997). Não sem motivo, a taxa de crescimento do PIB mundial caiu de mais de 4,7% ao ano na fase de ouro de 1948-1973 para somente 3,4% no período 1980-2007, em que pese a expressiva e crescente contribuição da China para a obtenção desse ritmo. De acordo com Crotty (2000, p. 361), o regime neoliberal, que prevaleceria a partir de 1980, teria criado “ambos, um arrastado crescimento da demanda agregada e um crônico excesso de oferta”. O crescimento anêmico da demanda seria consequência do lento aumento dos salários e do consumo de massas, das altas taxas de juros, das políticas fiscais crescentemente restritivas, do lento crescimento do investimento, da difusão dos programas de austeridade do FMI e de ‘ajustamento estrutural’ do BIRD e do enfraquecimento dos modelos de crescimento econômico orientado pelo Estado dos países da Ásia Oriental (p. 363).

Logo de saída, a iniciativa enfrentou críticas acerbadas,<sup>2</sup> baseadas, em sua maior parte, na denominada teoria das áreas monetárias ótimas, posta inicialmente por Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) e, posteriormente, desenvolvida através das contribuições de Corden (1972), Ishiyama (1975), Tower e Willet (1976) e Tavlas (1993), entre outros.<sup>3</sup> Embora não haja espaço neste artigo para desenvolver o assunto, cabe ressaltar que a maioria dessas críticas pareceu comprometida desde a sua formulação devido, em primeiro lugar, aos seus fundamentos teóricos neoclássicos, de difícil sustentação em face das inconsistências formais da lei dos rendimentos decrescentes, tornadas evidentes através da controvérsia do capital.<sup>4</sup> Além disso, conforme depreende da literatura, em última instância, uma zona monetária somente seria ótima no caso de um país, mesmo assim sob a hipótese de que suas regiões fossem “afetadas simetricamente por distúrbios” (Eichengreen, 19978, p. 51), o que torna a teoria de pouca valia prática. Por outro lado, entre as críticas mais relevantes, salientam-se, conforme sumarizam Bordo e Jonung (1999, p. 1), “(1) a ausência de um prestador central de última instância para a UME, (2) a falta de uma autoridade central supervisionando os sistemas financeiros da UME, (3) o fraco controle democrático (responsabilidade) do BCE”. Também os “critérios indevidamente restritivos para a dívida doméstica e os déficits [públicos] estabelecidos pelas regras de Maastricht e o Pacto de Estabilidade, em face de choques assimétricos” devem ser adicionados às críticas que, conforme se discute neste texto, são relevantes para entender a crise da dívida soberana da Europa.

De qualquer modo, os problemas que então se abateram sobre o processo de integração europeia pouco tiveram a ver com as críticas dos economistas. Para começar, como resultado da decisão do governo germânico de financiar a reunificação do país sem aumentar os impostos, o *Bundesbank* elevou drasticamente a taxa de juros, induzindo os demais países sujeitos ao ERM a fazerem o mesmo, num momento em que o dólar despencava, o que reforçou ainda mais as tendências contracionistas da crise norte-americana. A consequente recessão, que atingiu o ápice em 1993, ano em que o PIB real do bloco caiu 0,2%, criou dificuldades adicionais para a unificação monetária, já tumultuada pelo plebiscito de 2 de junho, em que a Dinamarca rejeitou a participação na UME. Na sequência, a lira italiana despencou, pressionando a libra esterlina, a peseta espanhola e o escudo português. Nova queda da libra esterlina ocorreu a 26 de agosto, a menos de um mês do plebiscito francês, recuando a mesma para uma cotação abaixo de seu piso no ERM dois dias depois, o que exigiu grandes intervenções do *Bundesbank*. A 8 de setembro foi a vez do marco finlandês, que já havia desvalorizado 12% em novembro de 1991, como resultado do colapso do comércio do país com a União Soviética, abandonar sua ancoragem ao *ecu*. Seguiu-se forte ataque

<sup>2</sup> Um sumário de muitas críticas encontra-se em Jonung e Drea (2009).

<sup>3</sup> Para uma descrição da evolução da teoria das áreas monetárias ótimas, em suas diferentes “fases”, veja-se Mongelli (2002). Veja-se, também, Horvath (2003).

<sup>4</sup> Veja-se Kurz (1990) e, para uma demonstração de que tampouco o modelo de Arrow Debreu produz rendimentos marginais decrescentes, tem-se Gontijo (2007).

especulativo contra a coroa sueca, cuja defesa requereu que o banco central da Suécia elevasse sua taxa de juros para patamar superior a 100%, enquanto a lira mantinha-se abaixo de seu piso. Em reunião de emergência no dia 13 do mesmo mês, os bancos centrais europeus decidiram por uma desvalorização de 3,5% da moeda italiana e uma valorização de igual montante das outras moedas do ERM. Os mercados, contudo, não se acalmaram, tendo a Inglaterra suspenso sua participação três dias depois, enquanto a Itália deixava a lira flutuar. Mesmo com a aprovação da entrada da França na UME, pelo plebiscito de 20 de setembro, o banco central francês e o germânico foram compelidos a intervir fortemente, de forma a salvar o franco, enquanto Espanha, Irlanda e Portugal reforçavam os controles de capitais, de modo a amenizar a saída de divisas.

Em novembro de 1992, a situação continuava volátil, e, diante da negativa do Parlamento de implementar medidas de austeridade, a Suécia viu-se obrigada a abandonar o atrelamento da mesma ao *ecu*. A Espanha, por sua vez, assim como Portugal, tiveram de desvalorizar novamente as suas moeda, tendo a Noruega abandonado sua vinculação ao *ecu* a 10 de dezembro, quando era forte a pressão sobre o franco, que, contudo, foi defendido com sucesso, e sobre a libra irlandesa, que foi desvalorizada em 10% no dia 30 de janeiro, depois de o banco central do país ter elevado a taxa de juros para um patamar de três dígitos. Em maio de 1993, a peseta espanhola e o escudo português voltaram a ser desvalorizados, mas havia indícios de que a tempestade havia finalmente sido superada, de modo que o *Bundesbank* reduziu a sua taxa de juros, o que resultou em altas das outras moedas do ERM, particularmente do franco. Aproveitando o ensejo, o Banco da França também cortou a taxa de juros, acreditando que seria seguido pelo banco central da Alemanha, o qual, efetivamente, o fez no dia 1º de julho, mas em nível reduzido. Os mercados reagiram, atacando o franco, que se desvalorizou, arrastando consigo a coroa dinamarquesa e o franco belga, tornando inevitável nova intervenção dos bancos centrais da França e da Alemanha. No último fim de semana de julho, diante do receio de novo recrudescimento da crise cambial, os bancos centrais dos países do ERM decidiram dar maior liberdade para as moedas flutuarem, tendo as bandas sido alargadas de 2,25% para 15%.

Na verdade, uma vez mais, o que permitiu deixar para trás esse cenário de instabilidade foi a recuperação da economia mundial, capitaneada pelos EUA, que se inseriu no longo *boom* que duraria até a crise do dot.com, em 2001, contribuindo para que a economia europeia se recuperasse já em 1994. Essa recuperação da economia norte-americana foi favorecida pelo corte das taxas de juros dos *federal funds*, que caíram de 9,2% em 1989 para 3,0% e pela aplicação da “tecnologia de informação na produção manufatureira de modo significativo – como nas produções e projetos executados com o auxílio de computadores” (Brenner, 2002, p. 126). O consequente crescimento da produtividade – que atingiu uma média de 4,4% entre 1993 e 1997, chegando a 5,1% até 2000 –, combinado com a desvalorização do dólar, que recuou mais de um terço frente ao iene entre fins de



1992 e o primeiro quadrimestre de 1995, favoreceram o crescimento acelerado das exportações norte-americanas, que aumentaram 11,2% ao ano entre 1993 e 1997. A resultante expansão econômica foi, então, espetacular – em torno de 4,5% ao ano –, não obstante a política de aperto monetário do *Fed*, que fez elevar em mais de 3% a taxa dos *federal funds* entre o final de 1994 e fins de 1995.

Temendo que o “colapso mexicano, o qual, surgindo do nada, sacudira o sistema financeiro internacional” (Brenner, 2002, p. 189), fosse repetido pelo Japão – detentor de largos montantes de ativos norte-americanos –, que enfrentava aguda crise, em razão da valorização da sua moeda, cuja cotação chegara a ¥79 por dólar em abril de 1995, o governo norte-americano não somente abandonou sua campanha para forçar a abertura do mercado de autopeças japonesas, mas celebrou, junto com os governos do Japão e da Alemanha, o “Acordo do Plaza Invertido”. Pelos seus termos, os três países passaram a “encetar uma ação conjunta a fim de forçar para baixo o iene (e o marco) e cutucar para cima o dólar, virando de ponta-cabeça o que parecia, até aquele exato momento, ser a pedra angular de uma política externa econômica americana voltada para a competitividade e as exportações” (idem). Como resultado, a taxa de câmbio efetiva do dólar subiu a uma média anual de 6% em 1996 e 1997, contribuindo para a expansão da economia japonesa e europeia, sem que, contudo, se estancasse o crescimento do setor manufatureiro norte-americano, o qual, não obstante, perdeu ímpeto. O crescimento econômico europeu, contudo, foi tímido, em razão das amarras colocadas pela política monetária do *Bundesbank*, que controlava o SME e, a partir de 1999, do BCE. Assim, para um crescimento anual médio de 3,2% da economia norte-americana e de 2,8% da economia mundial, a economia da UME cresceu apenas 2,2% ao ano no período 1994-2000.

De qualquer modo, a retomada do crescimento, favorecida pela expansão norte-americana e pelo Acordo do Plaza Invertido, viabilizou o cronograma previsto no Tratado de *Maastricht*. Já em 1994, procedeu-se ao Estágio II, e, em 17 de junho de 1997, o Conselho Europeu aprovou o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), objetivando garantir a disciplina orçamentária no âmbito da UME. Em maio do ano seguinte, dos quinze Estados membros da ERM que utilizaram os critérios de convergência, onze (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal) foram aceitos para compor a União. A Dinamarca, o Reino Unido e a Suécia optaram por não participar do Estágio III, enquanto a Grécia não preencheu os critérios. O BCE e o Sistema Europeu de Bancos Centrais foram estabelecidos no dia 1º de junho de 1998, substituindo o Instituto Monetário Europeu no dia 1º de janeiro do ano seguinte. No dia anterior, as taxas de conversão entre as moedas nacionais e o euro foram estabelecidas de forma irrevogável. Teve início, então, um período de transição, o qual duraria três anos, encerrado com a entrada em circulação do euro e a retirada em circulação das moedas nacionais. Em 2000, o Conselho Europeu decidiu que a Grécia havia preenchido os requisitos do novo sistema, tendo o país ingressado na

UME no dia 1º de janeiro de 2001. Um ano depois, as moedas e notas bancárias nacionais foram definitivamente substituídas pelos euros, completando-se, assim, a fase de transição.

### 3. A Moeda da Estagnação

Antes mesmo da celebração do Acordo do Plaza Invertido, a eclosão da crise do México havia induzido o Banco do Japão a reduzir a taxa de juros de 1,75% para 1% em abril de 1975 e para 0,5% em setembro, e o *Fed* a pôr fim à política monetária apertada, com corte, em julho, da taxa básica de juros em 0,75%. Gerou-se, então, “claramente, o mais dramático *Bull market* na história dos EUA” (Shiller, 2001, p. 5): os índices NYSE e *S&P 500* subiram respectivamente 31,3% e 34% ainda em 1995, dando início à “descolagem” dos lucros corporativos, com o forte aumento da relação P/L, em clara desconsideração à advertência do presidente do *Fed*, Alan Greenspan, sobre a irracional exuberância do processo. Para isso, também contribuíram a forte especulação no setor de tecnologias de informação, que se cristalizou em expressivos investimentos alavancados, e a recompra das próprias ações pelas empresas, que passaram a dar prioridade à valorização acionária em detrimento da expansão e da rentabilidade no longo prazo. Por outro lado, a bolha bursátil também contagiou, via expectativas e “efeito riqueza”, a “economia real”, de modo que, apesar da valorização do dólar, a economia norte-americana e, em grande parte puxada por ela, a economia mundial, mantiveram seu ritmo acelerado.

Todavia, confirmando a parábola marxista, “[l]onge de levantar vôo nas asas de uma revolução da produtividade, a lucratividade caiu acentuadamente entre 1997 e 2000, enquanto a expansão atingia seu pico” (Brenner, 2002, p. 19),<sup>5</sup> minando o crescimento econômico e a própria especulação bursátil. Assim, enquanto o valor das ações das empresas não financeiras dos EUA saltava de US\$ 4,8 trilhões em fins de 1994 a US\$ 15,6 trilhões no primeiro trimestre de 2000, os lucros pós-tributação das mesmas empresas subiam somente 41,2%, fazendo com que a relação P/L para as empresas listadas no *S&P 500* atingisse 32, o que significa um retorno de 3,1% ao ano, contra uma média histórica de 7,7%. Não foi surpresa, portanto, que, contrariando os discursos otimistas de Greenspan e dos economistas conservadores, a bolha tenha, finalmente estourado, na esteira da reversão dos lucros da indústria de telecomunicações, que, tendo atingido US\$ 35,2 bilhões em 1996, se transformaram num prejuízo de US\$ 5,5 bilhões em 2000.

A entrada em circulação do euro coincidiu com o estouro da bolha, que afetou negativamente a economia mundial, inclusive a europeia, embora com alguma defasagem. Reagindo tardiamente, o *Fed* deu início, no dia 3 de janeiro de 2001, a uma série de cortes da taxa de juros dos *federal funds*, que recuou de 6,5% no dia anterior para apenas 1% a partir de 25 de

---

<sup>5</sup> A queda da rentabilidade do setor não manufatureiro dos EUA foi de 20% no período.

junho de 2002, patamar que foi mantido até o dia 30 de junho de 2004, quando, em razão da recuperação da economia, foi elevada para 1,25%. Como consequência de uma política monetária folgada e, depois do atentado terrorista de 11 de setembro de 2001, de uma política fiscal também expansionista, gerou-se novo e extraordinário ciclo de expansão, calcado, desta feita, na bolha dos créditos hipotecários *subprime* e na expansão do crédito ao consumidor. Nesse novo ciclo expansivo, os expressivos e crescentes déficits dos Estados Unidos em conta corrente, funcionaram, uma vez mais, como a “máquina de dinheiro” de Rolfe e Burtle, favorecendo o crescimento da economia mundial, num contexto de acumulação de substanciais reservas cambiais pelos países emergentes, particularmente pela China.

De fato, houve expressiva aceleração do crescimento mundial, que passou a se expandir, depois de ultrapassada a crise de 2001-2002, a um ritmo similar ao do pós Guerra (4,8% ao ano). Embora tenha crescido durante o período 2003-2007 a apenas 2,7%, a economia norte-americana contribuiu de forma significativa para o crescimento econômico mundial, através da geração de um déficit de US\$ 3,4 trilhões em conta corrente no mesmo período, o que representa 79,3% da acumulação de reservas internacionais então observada. E a consequente recuperação da economia europeia foi então encarada como resultante do novo arranjo monetário, inclusive entre economistas europeus, tendo em vista ter sido moldada a política econômica da União Monetária, particularmente a do Banco Central Europeu, em grande parte, pelas recomendações do “Novo Consenso Macroeconômico” (Silva, Andrade e Rezende, 2011, p. 23).

O “Novo Consenso” fundamenta-se na nova ortodoxia denominada macroeconomia novo-keynesiana, que, embora rejeite as proposições novo-clássicas, segundo as quais não somente a economia é autorreguladora, não há desemprego voluntário e nem eficaz é a política econômica, de forma que o governo deve evitar qualquer intervenção, aceita que, no longo prazo, a economia tende para o pleno emprego e o nível de preços é determinado pela oferta de moeda, de caráter exógeno. Devido à existência de “choques”, o governo pode e deve intervir no curto prazo, mas sem tentar reduzir a taxa de desemprego abaixo de sua “taxa natural” (NAIRU, *non accelerating inflation rate of unemployment*), pois isso levaria à aceleração inflacionária. Apesar de, no curto prazo, a política monetária afetar a renda real e, portanto, o nível do emprego, no longo prazo prevalece a teoria quantitativa da moeda, de modo que a taxa de inflação é, grosso modo, igual à diferença entre a taxa de crescimento da oferta de moeda e do produto real. Nesse contexto, ao banco central, que deve ser independente, caberia estabelecer uma meta de inflação, aumentando a taxa de juros caso o ritmo inflacionário efetivo ultrapasse a meta, e reduzindo-a na hipótese oposta. Quanto aos demais instrumentos de política econômica, o governo deveria ater-se, tanto quanto possível, ao lado da oferta, incentivando o aumento da produtividade, com investimentos na modernização da infraestrutura e em tecnologias de ponta, e da competitividade, com a abertura e

desregulamentação dos mercados. Isso conduziria a uma trajetória ótima, com o produto real se ajustando ao denominado produto potencial e a taxa de inflação convergindo para a meta.

Na verdade, ainda como salientam Silva, Andrade e Rezende (2011, p. 23), o “Novo Consenso” balizou não apenas a atuação do BCE, mas a própria configuração da UME, visto que “[a] política monetária passou para o controle do BCE e a política fiscal ficou restrita [pelo] Pacto de Estabilidade e Crescimento”, que, a bem dizer, para todos os fins práticos, a inviabilizou, ao restringir o déficit nominal a 3% do PIB, enquanto a meta de inflação a ser perseguida ficou em 2%.

Aliás, tomando-se a definição de déficit público do FMI como Necessidades de Financiamento do Setor Público em determinado ano  $t$  ( $NFSP_t$ ) como o diferencial entre a dívida líquida do setor público ( $D_t$ ) nesse ano e a dívida no ano anterior ( $D_{t-1}$ ), tem-se que a relação déficit/PIB ( $d_t$ ) no ano  $t$  será dada por

$$d_t = NFSP_t / PIB_t = (D_t - D_{t-1}) / PIB_t$$

Considerando, por outro lado, que a dívida no ano  $t$  é igual à dívida no ano anterior corrigida monetariamente mais o produto da taxa real de juros ( $r_t$ ) pela dívida no ano  $t-1$  menos os pagamentos realizados durante o ano ( $Pg_t$ ) e que a correção monetária está dada pelo produto da taxa de inflação ( $\pi_t$ ) pela dívida anterior, ou seja, que  $D_t = (1 + \pi_t + r_t) D_{t-1} - Pg_t$ , conclui-se que a relação déficit/PIB no ano  $t$  será igual ao produto da soma da taxa de inflação com a taxa real de juros pela dívida no momento anterior:

$$d_t = (\pi_t + r_t) D_{t-1} / PIB_t - Pg_t / PIB_t$$

Conjugando-se, então, a meta de inflação com o teto de dívida pública/PIB especificados em Maastricht, a partir da fórmula acima, conclui-se que o efeito da correção monetária da dívida sobre o déficit público seria de 1,2%. Subtraindo-o, constata-se que o espaço efetivo da política fiscal, mensurado através do déficit público no conceito operacional, teria ficado adstrito a somente 1,8% do PIB, patamar claramente insuficiente, quer para reativar a economia quando mergulhada na recessão, quer para acelerar o crescimento econômico.

Mas, além de reduzir drasticamente o espaço da política fiscal, a UME, ao incorporar, via BCE, a estratégia conservadora do *Bundesbank*, terminou por permitir a valorização do euro no período 2002-2007 (Figura 2), o que, ao favorecer as importações e desfavorecer as exportações, impactou negativamente o crescimento do PIB dos países da Área do Euro, fazendo com que o bloco perdesse o último ciclo de expansão da economia mundial. Em lugar de ampliar o seu saldo em conta-corrente, acumulando reservas internacionais e acelerando o seu crescimento econômico, a UME experimentou um déficit em conta-corrente da ordem de US\$ 500,4 bilhões no período de 2003 a 2007 e uma queda de reservas cambiais superior a US\$ 37,5 bilhões (Tabela 1). Em vivo contraponto com a economia mundial, cujo crescimento se acelerou nesse período, atingindo uma média anual de quase de 4,8%, contra 3,6% no período 1994-2000, a economia

européia perdeu ímpeto, com a queda da taxa média de crescimento do PIB real de 2,9% para 2,6%. Por outro lado, também a crise resultante do estouro da bolha dos créditos hipotecários *subprime* foi mais profunda na Zona do Euro (queda de 4,3% do PIB em 2009), como a recuperação em 2010 foi menos vigorosa (crescimento de 1,8%) em comparação com o ocorrido tanto nos Estados Unidos quanto ao nível da economia mundial.



**Figura 2. Taxa de Câmbio (em relação ao dólar) da União Europeia, Jan. 1999-Nov. 2011**

Fonte: European Central Bank.

Inquestionavelmente, uma área de sucesso do euro foi no combate à inflação, cujo ritmo decaiu sensivelmente a partir de 1991, em grande medida como resultado das elevadas taxas de juros e da valorização do câmbio. No caso dos PIGS, a taxa anual média de elevação dos preços ao consumidor, que superara 10,8% no período 1980-1991, caiu para menos de 3,9% entre 1992 e 2002 e para 2,7% no período 2003-2007, sem que houvesse qualquer perda em termos de crescimento econômico, que manteve sua taxa histórica de 2,3% ao ano. Países que, como Portugal e a Grécia, experimentaram ritmos elevados de inflação antes do euro foram particularmente beneficiados, pois o ritmo de elevação dos preços ao consumidor recuou, respectivamente, de 16,1% ao ano para 3,4% e de 19,4% para 5,6%.

Desse modo, se, conforme sustentam Ricardo Nunes e Selene Nunes (2000, p. 53), o objetivo da UME seria “aumentar a prosperidade dos países europeus e, em especial, reverter a queda das exportações europeias para o mundo e aumentar o comércio entre suas fronteiras”, o oposto efetivamente ocorreu no que tange à promoção da prosperidade, que esteve bem abaixo da economia mundial, e da participação dos países do bloco nas exportações globais, que caiu de 33,8% em 1998 para 29,9% em 2007, recuando ainda mais com a crise do *subprime*, de forma que, em 2010, havia atingido 26,3%.

Apesar da progressiva melhora de seus indicadores financeiros, os PIGS apresentaram, no período 2003 – 2007, um quadro de déficit em conta-corrente (quase US\$ 828,9 bilhões) e de perda de reservas cambiais (US\$ 38,2 bilhões). Também, à exceção da Irlanda, conheceram taxas médias de crescimento econômico abaixo da economia mundial, embora as economias da Grécia e da Espanha ainda tenham crescido aceleradamente, enquanto as da Itália e Portugal se mantiveram

**Tabela 1**  
**Taxas de Crescimento do PIB Real, Conta Corrente, Acumulação de Reservas Cambiais e Taxas de Inflação.**  
**Área do Euro, 2002-2010**

| Grupo/País   | 2002    | 2003    | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2003-2007 | 2008     | 2009     | 2010     |
|--|---------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| <b>Taxa de Crescimento do PIB real (em %)</b>                    |         |         |          |          |          |          |           |          |          |          |
| União Européia   | 1,4     | 1,5     | 2,6      | 2,2      | 3,6      | 3,3      | 2,6       | 0,7      | -4,2     | 1,8      |
| Área do Euro   | 0,9     | 0,7     | 2,2      | 1,7      | 3,2      | 3,0      | 2,1       | 0,4      | -4,3     | 1,8      |
| Alemanha   | 0,0     | -0,4    | 0,7      | 0,8      | 3,9      | 3,4      | 1,7       | 0,8      | -5,1     | 3,6      |
| França   | 0,9     | 0,9     | 2,3      | 1,9      | 2,7      | 2,2      | 2,0       | -0,2     | -2,6     | 1,4      |
| PIIGS  | 1,6     | 1,5     | 2,4      | 2,0      | 3,0      | 2,6      | 2,3       | -0,5     | -4,5     | 0,3      |
| Portugal   | 0,7     | -0,9    | 1,6      | 0,8      | 1,4      | 2,4      | 1,0       | 0,0      | -2,5     | 1,3      |
| Irlanda  | 5,9     | 4,2     | 4,5      | 5,3      | 5,3      | 5,2      | 4,9       | -3,0     | -7,0     | -0,4     |
| Itália   | 0,5     | 0,0     | 1,5      | 0,7      | 2,0      | 1,5      | 1,1       | -1,3     | -5,2     | 1,3      |
| Grécia   | 3,4     | 5,9     | 4,4      | 2,3      | 5,2      | 4,3      | 4,4       | 1,0      | -2,3     | -4,4     |
| Espanha  | 2,7     | 3,1     | 3,3      | 3,6      | 4,0      | 3,6      | 3,5       | 0,9      | -3,7     | -0,1     |
| <b>Balanço de Transações Correntes (US\$ bilhões)</b>            |         |         |          |          |          |          |           |          |          |          |
| União Européia   | 14.755  | 12.375  | 59.177   | -18.227  | -55.705  | -95.095  | -97.475   | -186.445 | -14.048  | -23.368  |
| Área do Euro   | 44.013  | 37.096  | 112.191  | 38.760   | 36.440   | 20.226   | 244.713   | -98.636  | 13.424   | 34.821   |
| Alemanha   | 40.584  | 46.270  | 127.852  | 140.654  | 182.068  | 248.291  | 745.135   | 227.870  | 186.279  | 187.232  |
| França   | 18.164  | 12.984  | 11.141   | -10.375  | -12.995  | -25.931  | -25.176   | -49.632  | -39.560  | -44.657  |
| PIIGS  | -53.662 | -73.920 | -101.128 | -157.539 | -218.356 | -277.979 | -828.922  | -319.920 | -188.132 | -185.458 |
| Portugal   | -10.931 | -10.438 | -15.457  | -19.838  | -21.581  | -23.445  | -90.759   | -31.989  | -25.631  | -22.669  |
| Irlanda  | -1.223  | -2      | -1.078   | -7.088   | -7.916   | -13.876  | -29.960   | -14.966  | -6.542   | 1.010    |
| Itália   | -9.483  | -19.605 | -16.208  | -29.448  | -48.137  | -51.691  | -165.089  | -67.700  | -44.117  | -67.646  |
| Grécia   | -9.582  | -12.804 | -13.476  | -17.874  | -29.832  | -44.686  | -118.672  | -51.212  | -35.961  | -31.926  |
| Espanha  | -22.443 | -31.071 | -54.909  | -83.291  | -110.890 | -144.281 | -424.442  | -154.053 | -75.881  | -64.227  |
| <b>Acumulação de Reservas Internacionais (US\$ bilhões)</b>      |         |         |          |          |          |          |           |          |          |          |
| Área do Euro   | -5.233  | -31.829 | -13.802  | -7.749   | 1.344    | 4.886    | -47.150   | 5.600    | 38.338   | 14.544   |
| Alemanha   | -3.276  | -3.531  | -2.685   | 139      | -3.879   | 335      | -9.620    | -49      | 10.212   | 2.219    |
| França   | -4.399  | -550    | 2.381    | -3.501   | 8.815    | 443      | 7.587     | -7.225   | 7.857    | 6.486    |
| PIIGS  | 5.368   | -21.304 | -11.614  | -4.006   | -1.559   | 286      | -38.197   | 6.862    | 10.828   | 3.208    |
| Portugal   | 514     | -4.353  | -684     | -948     | -1.101   | -576     | -7.662    | 54       | 716      | 805      |
| Irlanda  | -462    | -1.238  | -922     | -1.278   | -66      | 14       | -3.490    | 73       | 672      | -42      |
| Itália   | 1.608   | -600    | -2.501   | -87      | -794     | 905      | -3.077    | 6.116    | 5.118    | 1.767    |
| Grécia   | 1.844   | -3.027  | -2.168   | -412     | 26       | 24       | -5.557    | -176     | 769      | -142     |
| Espanha  | 1.864   | -12.086 | -5.340   | -1.280   | 377      | -81      | -18.410   | 795      | 3.553    | 820      |
| <b>Taxa de Inflação (em variação % dos preços ao consumidor)</b> |         |         |          |          |          |          |           |          |          |          |
| União Européia   | 2,4     | 2,1     | 2,5      | 2,4      | 2,2      | 3,0      | 2,4       | 2,5      | 1,2      | 2,5      |
| Área do Euro   | 2,3     | 2,0     | 2,4      | 2,3      | 1,9      | 3,1      | 2,3       | 1,6      | 0,9      | 2,2      |
| Alemanha   | 1,2     | 1,0     | 2,3      | 2,1      | 1,4      | 3,1      | 2,0       | 1,1      | 0,8      | 1,9      |
| França   | 1,9     | 2,2     | 2,3      | 1,9      | 1,9      | 1,6      | 2,0       | 3,2      | 0,1      | 1,7      |
| PIIGS  | 3,3     | 2,8     | 2,6      | 2,6      | 2,7      | 2,9      | 2,7       | 2,8      | 0,4      | 2,2      |
| Portugal   | 4,0     | 2,3     | 2,6      | 2,5      | 2,5      | 2,7      | 2,5       | 0,8      | -0,1     | 2,2      |
| Irlanda  | 4,6     | 3,0     | 2,4      | 1,9      | 3,0      | 3,2      | 2,7       | 1,3      | -2,6     | -0,2     |
| Itália   | 2,9     | 2,5     | 2,4      | 2,1      | 2,1      | 2,8      | 2,4       | 2,4      | 1,1      | 2,1      |
| Grécia   | 3,5     | 3,1     | 3,1      | 3,5      | 3,2      | 3,9      | 3,4       | 2,2      | 2,0      | 5,1      |
| Espanha  | 3,6     | 3,1     | 3,1      | 3,4      | 3,6      | 2,8      | 3,2       | 4,1      | -0,2     | 2,0      |

Fonte: FMI e OCDE (reservas internacionais).

estagnadas. Os níveis inflacionários foram muito distintos, embora todos os PIIGS tenham experimentado, desde a entrada em circulação do euro até a crise do *subprime*, taxas de inflação (mensuradas através da variação dos preços ao consumidor) não somente maiores do que as verificadas na Alemanha e na França, mas inclusive superiores à meta acordada no Tratado de *Maastricht* de 2% ao ano. Devido à rígida política monetária do BCE e, tomando-se em conta a valorização do euro durante esses anos, a questão que permanece em aberto diz respeito às razões da não convergência das pressões inflacionárias entre os países europeus de moeda comum. Certamente que a correlação positiva, apesar de reduzida, entre as taxas de inflação e as taxas de crescimento do PIB sugere que, conforme quer o pensamento ortodoxo, a inflação maior desses países teria sido o preço que pagaram para acelerar a sua expansão econômica, além do denominado produto potencial. Todavia, o ritmo inflacionário também foi relativamente elevado em Portugal (2,5% ao ano) e na Itália (média de 2,4%), países cujas economias permaneceram praticamente

estagnadas. Há, portanto, fortes razões para se acreditar que o diferencial da inflação entre os PIGS tenha mais a ver com a evolução dos preços dos serviços e de outros bens não comercializáveis, assim como com as disposições contratuais e demais práticas referentes às remarcações de preços.

#### 4. Raízes da Crise da Dívida Soberana dos PIGS

O pensamento conservador tem atribuído à irresponsabilidade fiscal dos governos dos PIGS a crise da dívida soberana que se desenvolveu na Área do Euro a partir de fins de 2009. A argumentação parte da ideia tradicional de que, durante o período de “vacas gordas”, os governos desses países, prisioneiros de políticas populistas, perderam a oportunidade de ajustar seus orçamentos e reduzir a relação dívida/PIB. Neste sentido, na origem da crise da dívida soberana está o fato dos governos desses países não terem feito o “dever de casa”, estando colhendo, agora, os frutos de seu populismo no passado.

De saída, registre-se que, quando se firmou, em 1997, o PEC, alguns dos países que, posteriormente, formariam a União Monetária não se enquadravam nos critérios então estabelecidos, e a própria Alemanha e a França, para não falar na Itália, na Grécia e na Espanha, tinham, no ano anterior, superado o limite relativo ao déficit público, enquanto a Irlanda e, novamente, a Itália e a Grécia haviam ultrapassado o teto da relação dívida/PIB. Não obstante, em 1998, diante do aparente preenchimento desses critérios, todos esses países, à exceção da Grécia, foram autorizados a ingressar na União. A Grécia, por sua vez, teve autorizada sua entrada em 2000, em razão de seu déficit público ter caído de 6,8% em 1996 para 3,1% em 1999, indicando o próximo cumprimento do estabelecido no Pacto, apesar de a relação dívida/PIB ter crescido no mesmo período de 101,6% para 102,5%.

Nos anos seguintes, assistiu-se ao deterioramento fiscal da Grécia (déficit médio de 5,5% do PIB durante o período 2001-2007), enquanto que o déficit da Itália ultrapassou, em média, somente em 0,2% o limite de *Maastricht*, situando-se, é bom que se frise, muito abaixo do déficit do Japão no mesmo período e próximo do déficit da França. No caso de Portugal, até 2006 o déficit foi próximo de zero, enquanto que, em compensação, a Espanha e a Irlanda apresentaram superávits, não podendo ser, desse modo, acusadas de coisa alguma. Aliás, como ainda mostra a Tabela 2, a própria Alemanha e a França tiveram déficits nominais acima do limite a partir de 2002, gerando-se um problema, pois, ao contrário do previsto no PEC, o Conselho Europeu não instituiu nenhuma penalidade contra os dois países, justificando-se no fato de que já estavam enfrentando dificuldades financeiras em decorrência da crise do dot.com. Diante das críticas, o Pacto foi reformado em 2005, admitindo que em “circunstância excepcionais” “outros fatores relevantes” seriam tomados em

consideração quando o país ultrapassasse os tetos. Além disso, os países membros teriam dois anos para corrigir a situação.

**Tabela 2**  
**Resultado Nominal do Setor Público/PIB e Dívida Pública Bruta/PIB**  
**Área do Euro e Países Selecionados, 1996-2010**

| Grupo/País   | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Resultado Nominal do Setor Público/PIB (em %)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                                       | -2,3  | -0,9  | 0,3   | 0,7   | 1,5   | -0,6  | -3,9  | -4,9  | -4,4  | -3,2  | -2,0  | -2,7  | -6,5  | -12,8 | -10,3 |
| Japão  | -5,1  | -4,0  | -5,6  | -7,4  | -7,6  | -6,3  | -8,0  | -8,0  | -6,2  | -4,8  | -4,0  | -2,4  | -4,2  | -10,3 | -9,2  |
| Reino Unido  | -4,0  | -2,1  | -0,1  | 0,9   | 1,3   | 0,6   | -2,0  | -3,3  | -3,4  | -3,3  | -2,6  | -2,7  | -4,9  | -10,3 | -10,2 |
| Área do Euro   | -4,2  | -2,7  | -2,3  | -1,4  | 0,0   | -1,9  | -2,6  | -3,1  | -2,9  | -2,5  | -1,4  | -0,7  | -2,0  | -6,3  | -6,0  |
| Alemanha   | -3,3  | -2,6  | -2,2  | -1,5  | 1,3   | -2,8  | -3,7  | -4,1  | -3,8  | -3,4  | -1,6  | 0,3   | 0,1   | -3,1  | -3,3  |
| França   | -4,0  | -3,3  | -2,6  | -1,8  | -1,5  | -1,7  | -3,3  | -4,1  | -3,6  | -3,0  | -2,4  | -2,8  | -3,3  | -7,6  | -7,1  |
| PIIGS  | -5,8  | -2,8  | -2,8  | -1,5  | -0,8  | -2,2  | -2,1  | -2,3  | -2,4  | -2,3  | -1,3  | -0,8  | -4,0  | -8,8  | -8,3  |
| Portugal   | -2,9  | -1,7  | -1,8  | -0,9  | -1,1  | -2,4  | -1,0  | 0,0   | -0,2  | -2,5  | -0,4  | -3,2  | -3,5  | -10,1 | -9,1  |
| Irlanda  | -0,1  | 1,4   | 2,2   | 2,6   | 4,7   | 0,8   | -0,5  | 0,3   | 1,3   | 1,7   | 2,9   | 0,1   | -7,3  | -14,2 | -32,0 |
| Itália   | -7,0  | -2,7  | -3,1  | -1,8  | -0,9  | -3,1  | -3,0  | -3,5  | -3,6  | -4,4  | -3,3  | -1,5  | -2,7  | -5,3  | -4,5  |
| Grécia   | -6,8  | -6,0  | -3,9  | -3,1  | -3,7  | -4,3  | -4,8  | -5,7  | -7,4  | -5,3  | -6,1  | -6,7  | -9,8  | -15,5 | -10,4 |
| Espanha  | -4,9  | -3,4  | -3,2  | -1,4  | -1,0  | -0,7  | -0,5  | -0,2  | -0,3  | 1,0   | 2,0   | 1,9   | -4,1  | -11,1 | -9,2  |
| <b>Dívida Bruta do Setor Público/PIB (em %)</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                                       | 70,3  | 67,8  | 64,6  | 60,8  | 54,8  | 54,7  | 57,1  | 60,4  | 61,5  | 61,7  | 61,1  | 62,3  | 71,6  | 85,2  | 94,4  |
| Japão  | 100,3 | 107,1 | 120,1 | 133,8 | 142,1 | 151,7 | 160,9 | 167,2 | 178,1 | 191,6 | 191,3 | 187,7 | 195,0 | 216,3 | 220,0 |
| Reino Unido  | 48,2  | 49,3  | 46,3  | 43,7  | 40,9  | 37,7  | 37,2  | 38,5  | 40,2  | 42,1  | 43,1  | 43,9  | 52,0  | 68,3  | 75,5  |
| Área do Euro   | 73,7  | 73,2  | 72,9  | 71,9  | 69,3  | 68,3  | 68,1  | 69,3  | 69,7  | 70,3  | 68,6  | 66,4  | 70,1  | 79,7  | 85,8  |
| Alemanha   | 58,5  | 59,8  | 60,5  | 61,3  | 60,2  | 59,1  | 60,7  | 64,4  | 66,2  | 68,5  | 67,9  | 65,0  | 66,4  | 74,1  | 84,0  |
| França   | 58,0  | 59,4  | 59,5  | 58,9  | 57,4  | 56,9  | 59,0  | 63,2  | 65,0  | 66,7  | 64,0  | 64,2  | 68,2  | 79,0  | 82,3  |
| PIIGS  | 87,6  | 85,0  | 81,9  | 78,6  | 74,5  | 73,0  | 70,4  | 69,6  | 68,3  | 67,5  | 66,3  | 63,7  | 67,0  | 77,3  | 84,5  |
| Portugal   | 58,3  | 54,4  | 50,4  | 49,6  | 48,5  | 51,2  | 53,8  | 55,9  | 57,6  | 62,8  | 63,9  | 68,3  | 71,6  | 83,0  | 92,9  |
| Irlanda  | 72,7  | 63,7  | 53,0  | 48,0  | 37,5  | 35,2  | 31,9  | 30,7  | 29,1  | 27,1  | 24,7  | 24,9  | 44,4  | 65,2  | 94,9  |
| Itália   | 120,9 | 118,1 | 114,9 | 113,7 | 109,2 | 108,8 | 105,7 | 104,4 | 103,9 | 105,9 | 106,6 | 103,6 | 106,3 | 116,1 | 119,0 |
| Grécia   | 101,6 | 98,7  | 96,6  | 102,5 | 103,4 | 103,7 | 101,5 | 97,3  | 98,8  | 100,3 | 106,1 | 105,4 | 110,7 | 127,1 | 142,8 |
| Espanha  | 67,4  | 66,1  | 64,1  | 62,4  | 59,3  | 55,5  | 52,6  | 48,7  | 46,2  | 43,0  | 39,6  | 36,1  | 39,8  | 53,3  | 60,1  |

Fonte: FMI. Dados da OCDE para as NFSP dos EUA para 2000 e 2001.

Por outro lado, quando se considera a relação dívida pública, o único motivo de preocupação seria a Grécia, cuja relação dívida bruta/PIB havia saltado de 103,4% em 2000 para 105,4% em 2007, pois a dívida italiana, que representava 109,2% do PIB, havia caído para 103,6% no mesmo período. Aliás, digno de nota é a relação dívida bruta/PIB do Japão, que pulou de 110,3% em 1996 para 167,7% em 2007 e 220% em 2010, sem que sofresse qualquer ataque por parte dos investidores. Na verdade, em 2007, ou seja, às vésperas da crise do *subprime*, nada poderia indicar a iminência de uma crise de grandes dimensões envolvendo a dívida soberana europeia.

Essa conclusão é reforçada quando se retiram os efeitos inflacionários sobre as necessidades de financiamento do setor público, que distorcem o conceito de déficit nominal, impedindo-o de refletir o balanço efetivo das finanças públicas. De fato, como mostra a Tabela 3, que estima esses efeitos tomando-se como índice inflacionário o deflator implícito do PIB, os resultados fiscais negativos obtidos pelos PIGS foram, em larga medida, consequência de taxas de inflação relativamente elevadas. Tanto assim que, quando se retiram esses efeitos, o quadro muda completamente, particularmente no que tange à Itália, a Portugal e mesmo à Grécia, tornando-se, na maioria dos casos, melhores do que os resultados fiscais da Alemanha, considerada a “rainha” do equilíbrio fiscal. Para começar, a Grécia, tida como a vilã da crise da dívida soberana da Europa, emerge com déficits menos expressivos, exceto nos anos de 2004 (4,5%) e 2006 (3,5%), o mesmo ocorrendo com a Itália, cujo déficit operacional somente superou o germânico a partir de 2008. Em



outras palavras, parece claro que a crise da dívida europeia não se deveu, de modo algum, à irresponsabilidade fiscal dos PIGS.

**Tabela 3**  
**Inflação e Resultado Operacional do Setor Público da Área do Euro e Países Seleccionados, 1996-2010. Em % do PIB**

| Grupo/País   | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000  | 2001 | 2002  | 2003  | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  |
|--|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Inflação segundo o Deflator Implícito do PIB (em %)</b> |      |      |      |      |       |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |
| Estados Unidos   | 1,9  | 1,8  | 1,1  | 1,5  | 2,2   | 2,3  | 1,6   | 2,1   | 2,8  | 3,3  | 3,2  | 2,9  | 2,2  | 1,1   | 1,2   |
| Japão  | -0,6 | 0,5  | 0,0  | -1,3 | -1,7  | -1,2 | -1,5  | -1,6  | -1,1 | -1,2 | -0,9 | -0,7 | -1,0 | -0,4  | -2,1  |
| Reino Unido  | 3,6  | 2,8  | 2,2  | 2,1  | 1,2   | 2,1  | 3,1   | 3,1   | 2,5  | 2,0  | 3,1  | 3,0  | 3,0  | 1,4   | 2,9   |
| Área do Euro   | 4,2  | 2,6  | -0,3 | 1,1  | 1,6   | 1,4  | 2,4   | 2,5   | 2,2  | 1,9  | 2,0  | 1,9  | 2,4  | 2,0   | 0,9   |
| Alemanha   | 0,6  | 0,2  | 0,8  | 0,3  | -0,9  | 1,0  | 1,4   | 1,1   | 1,5  | 0,5  | 0,1  | 1,5  | 1,0  | 1,1   | 0,7   |
| França   | 1,6  | 0,9  | 1,0  | 0,2  | 1,6   | 2,0  | 2,2   | 2,0   | 1,7  | 1,9  | 2,1  | 2,6  | 2,5  | 0,5   | 0,8   |
| PIIGS  | 4,4  | 2,9  | 3,0  | 2,3  | 2,9   | 3,6  | 3,7   | 3,5   | 3,0  | 2,9  | 2,8  | 2,8  | 2,3  | 1,2   | 0,7   |
| Portugal   | 2,6  | 3,9  | 3,8  | 3,3  | 3,2   | 3,6  | 3,7   | 3,0   | 2,5  | 2,5  | 2,8  | 3,2  | 1,6  | 0,5   | 1,1   |
| Irlanda  | 2,8  | 4,2  | 7,2  | 4,8  | 6,0   | 6,5  | 5,0   | 3,1   | 2,2  | 3,1  | 3,6  | 1,3  | -2,3 | -4,1  | -2,4  |
| Itália   | 4,8  | 2,6  | 2,6  | 1,8  | 1,9   | 3,0  | 3,3   | 3,1   | 2,6  | 2,1  | 1,8  | 2,6  | 2,8  | 2,3   | 0,6   |
| Grécia   | 7,4  | 6,8  | 5,2  | 3,0  | 5,7   | 3,1  | 3,4   | 3,9   | 2,9  | 2,8  | 3,1  | 3,1  | 3,3  | 1,6   | 2,4   |
| Espanha  | 3,5  | 2,4  | 2,5  | 2,6  | 3,4   | 4,2  | 4,3   | 4,1   | 4,0  | 4,3  | 4,1  | 3,3  | 2,4  | 0,6   | 1,0   |
| <b>Resultado Operacional do Setor Público/PIB (em %)</b>   |      |      |      |      |       |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |
| Estados Unidos   | -1,0 | 0,3  | 1,0  | 1,6  | 2,7   | 0,6  | -3,0  | -3,6  | -2,7 | -1,1 | -0,1 | -0,9 | -4,9 | -11,9 | -9,2  |
| Japão  | -5,8 | -3,5 | -5,6 | -9,2 | -10,1 | -8,2 | -10,5 | -10,7 | -8,1 | -7,2 | -5,7 | -3,8 | -6,1 | -11,1 | -13,9 |
| Reino Unido  | -2,3 | -0,7 | 0,9  | 1,8  | 1,8   | 1,4  | -0,8  | -2,1  | -2,4 | -2,5 | -1,3 | -1,4 | -3,3 | -9,3  | -8,0  |
| Área do Euro   | ...  | -0,7 | -2,5 | -0,6 | 1,2   | -0,8 | -0,7  | -1,0  | -1,1 | -0,8 | 0,3  | 0,9  | 0,1  | -4,2  | -5,7  |
| Alemanha   | -3,0 | -2,5 | -1,7 | -1,3 | 0,8   | -2,2 | -2,9  | -3,4  | -2,8 | -3,1 | -1,5 | 1,2  | 0,8  | -2,2  | -2,7  |
| França   | -3,1 | -2,8 | -2,0 | -1,7 | -0,6  | -0,5 | -2,0  | -2,8  | -2,5 | -1,7 | -1,0 | -1,1 | -1,6 | -7,2  | -6,4  |
| PIIGS  | -2,0 | -0,4 | -0,4 | 0,3  | 1,3   | 0,4  | 0,5   | 0,2   | -0,3 | -0,4 | 0,6  | 1,0  | -2,5 | -7,8  | -7,7  |
| Portugal   | -1,4 | 0,4  | 0,1  | 0,8  | 0,5   | -0,5 | 1,1   | 1,7   | 1,2  | -1,0 | 1,4  | -1,0 | -2,4 | -9,7  | -8,1  |
| Irlanda  | 1,9  | 4,1  | 6,1  | 4,9  | 6,9   | 3,1  | 1,1   | 1,3   | 2,0  | 2,5  | 3,8  | 0,4  | -8,4 | -16,8 | -34,3 |
| Itália   | -1,1 | 0,4  | -0,1 | 0,2  | 1,2   | 0,1  | 0,4   | -0,3  | -0,8 | -2,2 | -1,4 | 1,2  | 0,2  | -2,7  | -3,8  |
| Grécia   | 0,7  | 0,7  | 1,2  | 0,0  | 2,2   | -1,1 | -1,4  | -1,9  | -4,5 | -2,5 | -2,8 | -3,5 | -6,2 | -13,5 | -7,0  |
| Espanha  | -2,5 | -1,8 | -1,6 | 0,2  | 1,1   | 1,7  | 1,8   | 1,8   | 1,5  | 2,8  | 3,6  | 3,1  | -3,2 | -10,8 | -8,7  |

Fonte: Estimativas dos autores com base nas informações do FMI e da OCDE (NFSP dos EUA para 2000 e 2001)

Essa conclusão é confirmada quando se analisa o comportamento do resultado primário, definido como a diferença entre as receitas e despesas não financeiras do setor público, e do crescimento econômico. Tomando-se em conta que, por definição, o superávit primário no ano  $t$  ( $\text{Sup}_t$ ) significa redução das necessidades de financiamento do setor público nesse ano, segue-se que a variação da dívida nesse ano (ou seja, as necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal,  $\text{NFSP}_t$ ), será dada por:

$$\text{NFSP}_t = \Delta D_t = D_t - D_{t-1} = \pi_t D_{t-1} + r_t D_{t-1} - \text{Sup}_t$$

onde  $\Delta D_t$  representa a variação na dívida no ano  $t$ ,  $\pi_t$  a taxa de inflação e  $r_t$  a taxa nominal de juros no mesmo ano. Considerando-se, então, que o PIB em determinado ano  $t$  ( $\text{PIB}_t$ ) é igual ao PIB no ano anterior ( $\text{PIB}_{t-1}$ ) mais o produto desse PIB pela soma da taxa de inflação ( $\pi_t$ ) mais a taxa de crescimento do PIB real ( $g_t$ ), demonstra-se que

$$d_t/d_{t-1} = (1 + \pi_t + r_t) / (1 + \pi_t + g_t) - s_t/d_{t-1}$$

onde  $s_t$  significa a relação superávit primário/PIB no ano  $t$ , ou seja,  $s_t = \text{Sup}_t/\text{PIB}_t$  e  $d_t$  a relação dívida líquida/PIB no ano  $t$ , de modo que  $d_t/d_{t-1}$  representa a razão entre a dívida líquida/PIB em dois anos consecutivos e  $s_t/d_{t-1}$  a relação superávit primário/dívida do ano anterior.

Embora não mostre a real importância da taxa de crescimento do PIB para o comportamento da relação dívida/PIB – visto que a relação superávit primário/PIB ( $s_t$ ) também depende desse crescimento –, a fórmula acima já serve para revelar que a questão do endividamento do setor público não pode ser examinada de forma unilateral, colocando ênfase excessiva no superávit

primário, mas deve de igual modo tomar em conta a taxa real de juros e a taxa de crescimento do PIB real.

A Tabela 4 retrata a evolução do quociente resultado primário/PIB, assim como da relação  $(1 + \pi_t + r_t)/(1 + \pi_t + g_t)$  no período 2001-2010, mostrando, em primeiro lugar, que, à exceção novamente da Grécia, que apresentou déficits primários a partir de 2003 – não obstante, diga-se de passagem, as elevadas taxas de crescimento económico experimentadas pelo país – e de Portugal em 2005, o setor público de todos os demais PIGS apresentou balanços primários positivos antes de 2007, ano em que se fizeram sentir os primeiros efeitos da crise do *subprime*. Em segundo lugar, que a relação  $(1 + \pi_t + r_t)/(1 + \pi_t + g_t)$  foi efetivamente menor do que a unidade para o conjunto dos

**Tabela 4**  
**Resultado Primário do Setor Público e Relação  $(1 + \pi_t + r_t)/(1 + \pi_t + g_t)$**   
**Área do Euro e Países Seleccionados, 1996-2010. Em % do PIB**

| Grupo/País  | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Superávit Primário/PIB (em %)</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Estados Unidos  | 2,0    | -1,8   | -2,9   | -2,5   | -1,2   | -0,1   | -0,7   | -4,5   | -10,9  | -8,4   |
| Japão   | -5,0   | -6,8   | -6,8   | -5,1   | -4,1   | -3,5   | -1,9   | -3,4   | -9,4   | -8,1   |
| Reino Unido   | 2,1    | -0,6   | -1,9   | -1,9   | -1,8   | -1,1   | -1,1   | -3,3   | -8,5   | -7,7   |
| Área do Euro  | 1,5    | 0,6    | -0,1   | -0,1   | 0,2    | 1,2    | 1,9    | 0,6    | -3,8   | -3,6   |
| Alemanha  | -0,3   | -1,2   | -1,5   | -1,3   | -1,0   | 0,8    | 2,7    | 2,5    | -0,8   | -1,2   |
| França  | 1,1    | -0,6   | -1,5   | -1,0   | -0,5   | 0,0    | -0,3   | -0,6   | -5,3   | -4,9   |
| PIIGS   | 2,4    | 2,0    | 1,5    | 1,1    | 0,9    | 1,8    | 2,5    | -0,7   | -5,6   | -5,2   |
| Portugal  | 0,0    | 1,5    | 2,3    | 2,1    | -0,3   | 2,2    | -0,4   | -0,7   | -7,4   | -6,3   |
| Irlanda   | 2,3    | 0,8    | 1,5    | 2,4    | 2,7    | 3,9    | 0,8    | -6,5   | -12,4  | -28,9  |
| Itália  | 2,9    | 2,4    | 1,4    | 1,1    | 0,1    | 1,1    | 3,3    | 2,2    | -1,0   | -0,3   |
| Grécia  | 2,1    | 0,8    | -0,7   | -2,5   | -0,7   | -1,5   | -2,0   | -4,8   | -10,3  | -4,9   |
| Espanha   | 2,1    | 2,0    | 1,9    | 1,5    | 2,5    | 3,3    | 3,0    | -3,1   | -9,9   | -7,8   |
| <b><math>(1 + \pi_t + r_t)/(1 + \pi_t + g_t)</math></b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Estados Unidos  | 0,9235 | 1,1258 | 1,1647 | 1,1006 | 1,0375 | 0,9839 | 1,0367 | 1,2399 | 1,4701 | 1,2651 |
| Japão   | 1,1815 | 1,1969 | 1,1473 | 1,1477 | 1,0731 | 1,0384 | 0,9886 | 1,2263 | 1,2373 | 1,1388 |
| Reino Unido   | 0,8942 | 1,0110 | 1,1132 | 1,1113 | 1,1019 | 1,0465 | 1,0337 | 1,2824 | 1,5207 | 1,2381 |
| Área do Euro  | 0,9689 | 0,9945 | 1,0318 | 1,0099 | 1,0029 | 0,9532 | 0,9209 | 1,0260 | 1,2225 | 1,1192 |
| Alemanha  | 1,0360 | 1,0869 | 1,1166 | 1,0735 | 1,0719 | 0,9764 | 0,8953 | 0,9424 | 1,1484 | 1,0414 |
| França  | 0,9771 | 1,0463 | 1,0966 | 1,0517 | 1,0432 | 0,9816 | 1,0025 | 1,0564 | 1,2419 | 1,1301 |
| PIIGS   | 0,9489 | 0,9350 | 0,9683 | 0,9663 | 0,9746 | 0,9543 | 0,9239 | 1,0631 | 1,2383 | 1,1594 |
| Portugal  | 1,1043 | 1,0052 | 1,0157 | 0,9992 | 1,0932 | 0,9763 | 1,0894 | 1,0686 | 1,2790 | 1,2054 |
| Irlanda   | 0,6817 | 0,8936 | 0,8415 | 0,7706 | 0,6640 | 0,5213 | 0,8588 | 2,7834 | 2,2237 | 2,5266 |
| Itália  | 0,9615 | 0,9392 | 0,9743 | 0,9829 | 1,0085 | 0,9931 | 0,9365 | 0,9956 | 1,1001 | 1,0262 |
| Grécia  | 1,0209 | 1,0437 | 1,1461 | 1,0424 | 1,0215 | 1,0729 | 1,0121 | 1,0963 | 1,2407 | 1,1621 |
| Espanha   | 0,9043 | 0,8844 | 0,8962 | 0,8981 | 0,8342 | 0,7837 | 0,7698 | 1,2656 | 1,6985 | 1,3508 |

Fonte: FMI

PIGS até 2007 e maior do que 1 somente a partir de 2008. Uma relação menor do que a unidade significa que a taxa real de juros implícita nas condições da dívida bruta é menor do que a taxa de crescimento real do produto; inversamente, uma relação maior do que um mostra que a taxa real de juros é maior do que a taxa de crescimento do PIB real. Isso efetivamente ocorreu a partir da eclosão da crise do *subprime* com todos os países considerados, inclusive com a Alemanha, como consequência da recessão e, a partir de fins de 2009, do aumento das taxas de juros resultante da própria crise da dívida soberana europeia. Finalmente, observando-se atentamente a mesma Tabela,

pode-se observar que a razão  $(1 + \pi_t + r_t)/(1 + \pi_t + g_t)$  foi maior do que 1 em praticamente todos os anos nos casos da Grécia e de Portugal. A explicação reside, no primeiro caso, nas taxas de juros elevadas, resultantes da falta de confiança dos investidores nos papéis helênicos e, no segundo caso, no anêmico crescimento econômico português.

É por essa razão que se pode dizer que, feitas as devidas contas, se parece adequado afirmar que, se a Grécia em certa medida “não fez o dever de casa”, pelo menos Portugal foi vítima da insuficiência do crescimento econômico. Nesse sentido, não se pode eximir a liderança europeia de responsabilidade pela crise, na medida em que o Tratado de *Maastricht* e a política de moeda forte colocaram sérias amarras ao crescimento econômico, cuja anemia contribuiu para o comprometimento da relação dívida/PIB. Mais do que isso, conforme discutido anteriormente, a dramática deterioração do balanço fiscal do setor público dos PIGS somente ocorreu a partir de 2008, na esteira da crise do *subprime*.

Não se pense, contudo, que a ampliação dos desequilíbrios fiscais tenha sido condicionada exclusivamente pela queda da arrecadação tributária e pelo aumento dos gastos públicos resultante de políticas keynesianas destinadas a enfrentar essa crise. Conforme demonstrado por Gontijo e Oliveira (2011, p. 99-104), no caso da Grécia, essa deterioração resultou do aumento dramático dos *spreads* dos títulos de dívida soberana do país a partir de outubro de 2009, na esteira da onda de desconfiança que se seguiu à divulgação, pelo recém empossado primeiro ministro, George Papandreou, de que o déficit fiscal era bem superior ao enunciado anteriormente. Quanto à Irlanda, que se deixou contagiar pela crise grega um ano depois, a escalada do déficit e da dívida a partir de 2008 se explica essencialmente pela “decisão do governo do país, anunciada no dia 29 de setembro de 2008, (...) de assumir os riscos das operações das instituições financeiras que se haviam enredado em alucinado processo especulativo com imóveis nos anos anteriores, numa operação estimada em €440 bilhões” (idem, p. 114). O mesmo ocorreu com a Espanha, cujas *Cajas* foram socorridas pelo *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*, instituído pelo governo em junho de 2009 com recursos da ordem de €99 bilhões. Apesar de que, nesses casos a crise bancária tenha antecedido a crise da dívida soberana e muito contribuído para a sua eclosão, esta última reforçou aquela, além de aprofundá-la e estendê-la para o conjunto dos países da UME. Tanto assim que testes de *stress* realizados pela *Breakingview*, da agência *Reuters*, realizados, cumpre dizer, após a intervenção governamental em várias instituições financeiras europeias, “indicaram, em inícios de outubro [de 2011], que 18 bancos europeus poderiam falir como consequência da crise da dívida, a não ser que recebessem injeção de capital de €40 bilhões”, estimativa, aliás, modesta em relação à veiculada pelo FMI, que montava a €300 bilhões (p. 156).<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Segundo declarações de Hun van Steenis, do banco Morgan Stanley, os bancos europeus precisariam de empréstimos de €1,2 trilhões durante o período 2012-2014 para se manterem solventes (Gontijo e Oliveira, 2011, p. 157).

Parece, portanto, correto afirmar que, se nas raízes da crise europeia não se encontra, exceto pela Grécia, o desequilíbrio fiscal dos PIGS, o mesmo não se pode afirmar quanto à atuação do BCE, que, ao não atuar “como emprestador central de última instância para a UME”, deixou nas mãos dos tesouros nacionais o resgate do sistema financeiro, o que gerou mega déficits e contribuiu decisivamente para a explosão da dívida pública e, portanto, para a eclosão da crise. Na verdade, o BCE acabou por assumir este papel, a partir do dia 20 de dezembro de 2011, quando injetou €489 bilhões para 523 bancos europeus, operação que foi repetida no dia 29 de janeiro do ano seguinte, quando foram disponibilizados mais €529 bilhões.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BOFINGER, P. Is Europe an Optimum Currency Area? *CEPR Discussion Papers* n. 915. Feb. 1994.
- BORDO, M. D. e JONUNG, L. The future of EMU: What does the history of monetary unions tell us? *NBER Working Papers* n. 7365, set. 1999.
- BRENNER, R. 2002. *O Boom e a Bolha*. Rio de Janeiro: Record, 2003.
- CHESNAY, F. (org.). 2004. *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 35-67.
- CHOSSUDOVSKY, M. 1997. *A Globalização da Pobreza*. São Paulo: Moderna, 1998.
- CROTTY, J. Structural contradictions of the global neoliberal regime. *Review of Radical Political Economics*, vol. 32, n. 3, p. 361-68, 2000.
- DUMÉNIL, G., e LÉVY, D. O neo-liberalismo sob a hegemonia norte-americana. In: CHESNAY, 2004, p. 85-108.
- EICHENGREEN, B. *The European Economy Since 1945*. New Jersey: Princenton University Press, 2007.
- \_\_\_\_\_. 1997. *European Monetary Unification: Theory, Practice, and Analysis*. Massachusetts: MIT Press, 1998.
- \_\_\_\_\_. 1996. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- \_\_\_\_\_. European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXI, pp. 1321-1357, Set. 1993.
- ISIYAMA, I. The theory of optimum currency areas: A survey. *International Monetary Fund Staff Papers* n. 22, p. 344-83, 1975.
- JONUNG, L. e DREA, E. The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989 – 2002. *European Commission Economic Papers* n. 395, dez. 2009.
- GONTIJO, C. Arrow-Debreu and the law of diminishing returns: A critical appraisal. In: XXXV *Encontro Nacional de Economia da ANPEC*, dez. 2007.

- GONTIJO, Cláudio; e de OLIVEIRA, Fabrício Augusto. *A Crise da União Europeia*. Belo Horizonte: ASSEMG/CORECOM, 2012.
- GRAUWE, Paul de. *The Economics of Monetary Integration*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 1997.
- HORVATH, J., 2003. Optimum currency area theory: A selective review. *BOFIT Discussion Papers* n. 15, 2003.
- KENEN, P. B. “The Optimum Currency Area: An Eclectic View”, In MUNDELL, R. A. e SWOBODA (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- KURZ, H. D. Debates in capital theory. In: EATWELL, J.; MILGATE, M. e NEWMAN, P. *Capital Theory*. New York: Norton & Co, 1990, p. 79-93.
- McKINNON, R. I. Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, vol. 52, p. 717-725, set. 1963.
- MONGELLI, F. P. “New” views of the Optimum Currency Area Theory: What is MEU Telling Us? Frankfurt: European Central Bank, abr. 2002.
- MUNDELL, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, vol. 51, n. 4, p. 657–665.
- NUNES, Ricardo da Costa; e NUNES, Selene Peres. União Monetária Europeia – UME: Evolução Recente e Perspectivas. *Revista de Economia Política*, v. 20, n. 17, p. 51-72; jan.-mar. 2000.
- Van OVERTVELDT, Johan. 2011. *O Fim do Euro*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Será. Eio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.
- ROLFE, Sidney E. e BURTLE, James L. 1973. *O Sistema Monetário Mundial*. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.
- SCOTT, R. E. History shows that sanctions are needed. *Policy Memorandum* n. 164. Washington: Economic Policy Institute, abr. 2010.
- SHILLER, Robert. J. *Irrational Exuberance*. New York: Broadway Books, 2001.
- SILVA, Fernanda Faria; de ANDRADE, Carla Michelle Coelho; e de REZENDE, Luiz Paulo. Políticas macroeconômicas da União Monetária Europeia: as dificuldades na manutenção do padrão “one model fits all” para os países membros. *Leituras de Economia Política*, vo. 18, p. 15-41, jul. 2011.
- TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte americana. *Revista de Economia Política*, vol 5, n. 2, p. 5-15; abr.-jun. 1985.
- TAVLAS, G. S. The ‘new’ theory of optimum currency areas. *The World Economy*, v. 16, n. 6, p. 663–685, nov. 1993.