

# Os critérios de convergência de Maastricht e as instabilidades macroeconômicas na formação da crise econômica e financeira nos GIPS

*The Maastricht convergence criteria and macroeconomic instability in shaping the economic and financial crisis in GIPS*

Rafael Henrique Dias Manzi\*

## Resumo

O principal objetivo do trabalho é examinar a formação da crise econômica e financeira nos GIPS –Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha. A pergunta problema que o trabalho busca responder é se o início da crise econômica e financeira nos GIPS é decorrente apenas da deterioração dos indicadores de convergência de Maastricht ou se a evolução de outros indicadores contribuiu para a formação da crise econômica e financeira a partir de 2008. Os resultados indicaram que as vulnerabilidades dos GIPS decorreram também da deterioração de outros indicadores econômicos que não eram monitorados pelos critérios de convergência de Maastricht.

**Palavras-chave:** zona do euro – critérios de Maastricht – crise financeira – GIPS.

## Abstract

The main objective is to examine the formation of economic and financial crisis in GIPS – by Greece, Ireland, Portugal and Spain. The problem question that the paper seeks to answer is whether the onset of the economic and financial crisis in GIPS is only due to the deterioration of the indicators Maastricht convergence or the evolution of other indicators contributed to the formation of the economic and financial crisis of 2008. The results indicated that the vulnerabilities of GIPS also resulted from the deterioration in other economic indicators that were not monitored by the Maastricht convergence criteria.

**Keywords:** euro zone – Maastricht criteria – financial crisis – GIPS.

---

\* Doutorando em relações internacionais pela Universidade de Brasília – UnB. Bolsista da Capes. E-mail para contato: rafaelmanzi@hotmail.com

## 1 Introdução

A introdução da moeda única no velho continente foi concretizada com a assinatura do Tratado de Maastrich em 1992, quando se estabeleceu um cronograma de três fases para a introdução do euro<sup>1</sup>. Concomitantemente às negociações para a introdução do euro, os governos europeus criaram mecanismos institucionais para monitorar a evolução dos indicadores econômicos e impedir o surgimento de desequilíbrios macroeconômicos que contribuíssem para desestabilizar a futura zona monetária.

Tais mecanismos foram concebidos por meio da criação dos critérios de convergência de Maastricht e, posteriormente, complementados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) que tinha como principal objetivo acompanhar a evolução dos indicadores fiscais na zona do euro após a introdução da moeda única. Menos de dez anos após o nascimento do euro, a economia global foi chacoalhada pelo início da crise no mercado imobiliário dos Estados Unidos em 2008, que teve impactos negativos sobre os indicadores econômicos e financeiros da zona do euro, especialmente nos GIPS – grupo de países formado por Grécia, Itália, Portugal e Espanha.

O principal objetivo do trabalho é analisar o processo de construção da estabilidade macroeconômica<sup>2</sup> na zona do euro, a evolução dos indicadores econômicos, entre 1999 e 2011, e o início da crise econômica e financeira global nos GIPS – os indicadores dos GIPS serão igualmente comparados com os da França e Alemanha. A pergunta-problema que o trabalho busca responder é se o início da crise econômica e financeira nos GIPS tem suas raízes apenas na evolução dos indicadores de convergência de Maastricht ou se a deterioração de outros indicadores teve influência para a eclosão da crise econômica e financeira a partir de 2008.

O trabalho está dividido em cinco seções. Na primeira seção, descreveremos as políticas institucionais elaboradas e implantadas pelos governos europeus para promover a convergência dos indicadores macroeconômicos entre os países da zona do euro e, dessa forma, garantir a estabilidade macroeconômica da região no longo prazo. Na segunda, identificaremos quais países apresentaram maior vulnerabilidade e fragilidade econômica na zona do euro após a eclosão da crise econômica e financeira. Na terceira, examinaremos a evolução dos indicadores fiscais e na quarta a evolução de outros indicadores econômicos. Na última seção, discutiremos a evolução de ambos os grupos de indicadores e a formação da crise econômica e financeira nos GIPS.

1 Atualmente, o euro é a moeda oficial em dezoito países da União Europeia. O euro foi introduzido em primeiro de janeiro de 1999 na Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Portugal. Em 2001, a Grécia se tornou o décimo segundo país a introduzir o euro. Posteriormente, outros países foram admitidos, Eslovênia (2007), Malta e Chipre (2008), Eslováquia (2009), Estônia (2009) e Letônia (2014)

2 Este trabalho não pretende analisar a construção da estabilidade macroeconômica na zona do euro sob o ponto de vista da teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO). Entendemos que a zona do euro não se constitui em uma AMO. Sobre a aplicação da teoria das AMOs em relação ao continente europeu ver OVERTVELD (2011), BUTTI *et al* (2010).

## 2 A marcha do euro e a construção da estabilidade macroeconômica

A integração monetária da Europa no final do século XX foi precedida por outras experiências integracionistas, como a União Monetária Latina, formada por Bélgica, Suíça, Itália e França em 1864, ou pela União Monetária Escandinávia, constituída por Suécia, Dinamarca e Noruega, em 1873. Em um continente marcado pelas rivalidades políticas e conflitos militares, o lançamento do euro em 1999 é o reflexo de um longo processo histórico que apresentou avanços e recuos desde o fim da década de 1940. No contexto do pós Segunda Guerra Mundial, os primeiros passos na direção da integração monetária decorreram das instabilidades da economia internacional na década de ouro do capitalismo global. (BORDO; HAROLD, 2010).

Com o início da crise do Sistema de Bretton Woods no fim da década de 1960, os governos europeus membros da Comunidade Econômica Europeia iniciaram as primeiras negociações para o estabelecimento de uma moeda única no velho continente. As constantes instabilidades do dólar e a adoção de políticas unilaterais pelos Estados Unidos prejudicavam a estabilização do câmbio entre as moedas europeias e colocavam em risco todo o processo de integração europeu que teve início com a criação da Comunidade Econômica do Carvão e Aço em 1950 e, posteriormente, ganhou impulso com a assinatura do Tratado de Roma em 1958. Como observou Eichengreen (2011), “Não pela primeira vez, as políticas erráticas dos Estados Unidos empurraram a Europa para a cooperação monetária”.

A pedido dos governos europeus interessados na criação de uma moeda única, o primeiro ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, liderou e conduziu as discussões para o estabelecimento de um cronograma para a introdução de uma moeda única no continente europeu. O Plano Werner foi lançado em 1970, e apresentou uma proposta com a existência de três fases para a introdução de uma moeda única. O ímpeto integracionista logo perdeu força em decorrência das divergências entre alemães e franceses impedirem a formação de um consenso para a elaboração de um cronograma para o lançamento do euro.

A principal discordância entre os dois países era referente ao modelo econômico a ser adotado para a introdução da moeda única. Não por acaso, a posição do governo alemão, que era influenciada em grande medida pelo Banco Central Alemão, defendia a transferência parcial das políticas fiscais dos Estados nacionais para o âmbito das instituições europeias afim de evitar o surgimento de desequilíbrios macroeconômicos na futura zona monetária em decorrência da execução de políticas econômicas divergentes entre os Estados membros. Ao mesmo tempo, na percepção do governo francês, o modelo a ser adotado deveria manter ainda no âmbito dos Estados nacionais a execução das políticas econômicas, reduzindo dessa forma o fortalecimento das instituições europeias e das políticas supranacionais. Como observou Overtveld (2011, p. 24), “Hoje, mais de quarenta anos após o Plano Werner, estas divergências continuam intactas”.

O insucesso representado pelo fracasso do Plano Werner não impediu os governos europeus de institucionalizarem mecanismos que buscassem ao menos diminuir a volatilidade entre as moedas europeias. Esses mecanismos, representados pelo Acordo da Serpente Monetária e, posteriormente, com a criação do Sistema Monetário Europeu, tinham como principal objetivo estabilizar as paridades cambiais das moedas europeias. Todavia, os mecanismos

institucionais criados não conseguiram estabilizar as moedas dentro das bandas estabelecidas em decorrência da condução de políticas monetárias e fiscais distintas. Em outras palavras, a estabilização das paridades cambiais entre as moedas europeias no curto prazo dependia de uma maior coordenação das políticas macroeconômicas entre os países da zona do euro. Nesse sentido, a inexistência de acordos que promovessem a convergência das políticas monetárias, fiscais e creditícias dificultou a estabilização do câmbio entre as moedas europeias (EICHENGREEN, 2002).

Na década de 1980, o processo de integração europeu ganhou novo ímpeto com a eleição de Jacques Dellors à presidência da Comissão Europeia. Sob o impulso de Dellors, os governos europeus assinaram, em 1986, o Ato Único Europeu, que criou um cronograma para a completa liberalização de capitais, serviços e pessoas no velho continente. O próximo passo era iniciar as negociações para a introdução de uma moeda única. Entretanto, as visões incongruentes entre alemães e franceses persistiram e impediram o avanço nas negociações.

A queda do muro de Berlim, em novembro de 1989, não colocou apenas fim no conflito da Guerra Fria, mas também foi igualmente decisiva para o processo de integração europeu. Com o fim da Guerra Fria, surgiu o fantasma do nacionalismo alemão após a reunificação do território e o surgimento de uma potência política e econômica na Europa Central. Como pontuou Eichengreen (2011, p. 87) sobre os temores dos demais países da Europa, “agora que o território, a população e a capacidade econômica da Alemanha, de uma só tacada, estavam no rumo da expansão, tornava-se cada vez mais urgente aprisionar o país no âmbito europeu”. Esse aprisionamento era a introdução de uma moeda única no continente europeu.

O governo francês condicionou a reunificação do território alemão por meio de garantias alemãs nas negociações para a criação de uma moeda única em menos de uma década. Dessa forma, foi lançada, em 1990, uma conferência europeia que culminou posteriormente com a Assinatura do Tratado de Maastricht em 1992. Alemães e franceses colocaram fim às divergências sobre o modelo a ser adotado no processo de criação do euro e estabeleceram as bases do tratado assinado em Maastricht. O Tratado de Maastricht estabeleceu um cronograma em três fases para a implantação do euro como mostra o Quadro 1.

**Quadro 1. Os três estágios da união monetária.**

Primeiro Estágio	Entre primeiro de julho de 1990 e 31 de dezembro de 1993.	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Liberalização da movimentação de capitais.</li> <li>➤ Coordenação das políticas econômicas</li> <li>➤ Cooperação entre os Bancos Centrais.</li> </ul>
Segundo Estágio	Entre primeiro de janeiro de 1994 e 31 de dezembro de 1998.	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Convergência das políticas econômicas e monetárias para assegurar a estabilidade dos preços e das finanças públicas nacionais</li> </ul>
Terceiro Estágio	A partir de primeiro de janeiro de 1999.	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Criação do BCE</li> <li>➤ Fixação das taxas de câmbio</li> <li>➤ Introdução do euro</li> </ul>

Fonte: Verdun (2007)

Nas negociações para a criação do euro ficou estabelecido que o Banco Central Europeu teria estrutura semelhante ao *Bundesbank* – Banco Central da Alemanha, que era blindado de interferências políticas na condução das políticas monetárias, e que a política fiscal continuaria sob a responsabilidade dos Estados nacionais. Nesse sentido, o modelo de integração monetária no continente europeu criou instituições supranacionais – BCE e ao mesmo tempo manteve sob domínio dos Estados nacionais a condução das políticas fiscais. Da mesma forma, os bancos centrais nacionais continuaram a existir e mantiveram a prerrogativa para a regulação e fiscalização dos bancos nacionais, assim como das políticas creditícias. Estavam lançadas as sementes que causaram a crise dos GIPS a partir de 2008.

Para promover a homogeneização dos indicadores macroeconômicos anteriormente à introdução do euro, os governos europeus estabeleceram os critérios de convergência para os indicadores econômicos. Os critérios de Maastricht compreenderam a convergência das taxas de inflação, limites para ocorrência de déficits públicos, estoques da dívida pública, manutenção de um câmbio fixo anterior à introdução do euro e existência de percepções de riscos similares dos investidores sobre o grau de risco no investimento nas dívidas públicas nacionais, por meio da convergência das taxas de juros de longo prazo na zona do euro. As metas e limites impostos pelo Tratado de Maastricht estão no Quadro 2. (EICHENGREEN, 2008)

#### Quadro 2. Os critérios de Convergência de Maastricht.

Déficit público	Os déficits fiscais não deveriam ser superiores a 3% do PIB. No entanto, déficits acima desse teto seriam aceitos caso a transgressão desse limite fosse temporária e excepcional.
Estoques de dívida pública	Os estoques da dívida pública não deveriam ser superiores a 60% do PIB. Os estoques acima desse teto seriam aceitos se estivesse em curso um declínio gradual da dívida pública ou se o crescimento da dívida fosse temporário e estivesse próximo do teto de 60%.
Estabilidade dos preços	A inflação dos países não deveria ser superior a 1,5% em comparação à média dos três países com as menores taxas de inflação nos últimos doze meses.
Taxa de juros de longo prazo	As taxas de juros de longo prazo dos títulos emitidos pelos governos nacionais não deveriam ser superiores a 2% em comparação à média registrada pelos países que integravam o processo de unificação monetária.
Câmbio	As flutuações da taxa de câmbio nos últimos dois anos anteriores à introdução da moeda única deveriam estar dentro das flutuações estabelecidas pelo Sistema Monetário Europeu.

Fonte: Tabela elaborada pelo autor com base em Kaarlejarvi (2007) e Tratado de Maastricht. Disponível em: <<http://www.eurotreaties.com/maastrichttext.html>>. Acesso: 25 jul. 2014.

O principal objetivo dos governos europeus na criação dos critérios de convergência de Maastricht era impedir o surgimento de desequilíbrios macroeconômicos na zona do euro que colocassem em risco a estabilidade econômica e financeira das economias nacionais. Como o modelo adotado pelo Tratado de Maastricht combinou apenas a transferência parcial

das políticas econômicas para o âmbito de instituições supranacionais da União Europeia – principalmente no tocante à transferência da política monetária, embora os Estados tenham mantido a responsabilidade na condução das políticas de regulação do setor bancário – era necessário a criação de mecanismos que promovessem a convergências dos indicadores macroeconômicos.

Ainda mais porque no Tratado de Maastricht foi introduzida uma cláusula de *no bail-out*<sup>3</sup> por parte dos estados membros da zona do euro. A introdução de uma cláusula de *no bail-out* e a manutenção de um híbrido – combinação de um modelo intergovernamental e supranacional – deixou claros os próprios limites políticos que as instituições europeias tinham em avançar no aprofundamento do processo de integração regional. Como os governos nacionais resistiram na adoção de um modelo que diminuísse a autonomia dos Estados membros na condução de suas respectivas políticas econômicas, optou-se pela transferência parcial das competências para o âmbito das instituições europeias e ao mesmo tempo a adoção de critérios de convergência que deveriam ser seguidos pelos governos nacionais para promover a homogeneização dos indicadores econômicos na zona do euro.

Nesse sentido, a fixação de tetos e limites para os déficits públicos e estoques de dívida pública deveriam garantir a estabilidade das finanças públicas dos governos nacionais e harmonizar as políticas fiscais. A homogeneização das taxas de inflação promoveria, no lançamento da moeda única e na transferência da política monetária dos bancos centrais nacionais para o Banco Central Europeu (BCE), expectativas de inflação semelhantes, criando ciclos econômicos convergentes entre os países europeus. Por último, a convergência das taxas de juros de longo prazo indicaria que o próprio mercado financeiro havia homogeneizado suas percepções de risco entre os países da zona do euro.

Como desdobramento dos critérios de Maastricht, o Ministro das Finanças da Alemanha, Theo Waigel, propôs a criação do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) para fiscalizar e monitorar a evolução das políticas fiscais após a introdução do euro. O PEC se propôs a “manter as finanças públicas sãs, como meio de reforçar as condições propícias à estabilidade dos preços e a um forte crescimento sustentável conducente à criação de emprego” (CONSELHO EUROPEU, 1997).

O PEC estipulou e manteve os tetos e limites dos critérios de Maastricht para a ocorrência de déficits públicos e para os estoques das dívidas públicas dos governos nacionais da zona do euro. Os déficits públicos não deveriam exceder o limite anual de 3% do PIB e os estoques das dívidas públicas nacionais deveriam ser mantidos em patamares inferiores a 60% do PIB. Os países que apresentassem déficits públicos e estoques das dívidas públicas nacionais acima dos limites estabelecidos pelo PEC poderiam sofrer multas e sanções por parte das instituições europeias (KAARLEJARVI, 2007).

<sup>3</sup> A “*no bail-out clause*” significa que é ilegal um país ter que pagar ou financiar gastos e dívidas feitos por outro país. No caso do Tratado de Maastricht, a cláusula foi introduzida para evitar que se um país fizesse dívidas em euro, os demais membros da união monetária não deveriam ser responsabilizados ou deveriam ter qualquer obrigação em socorrer financeiramente o Estado emissor da dívida. A introdução da cláusula foi sobretudo uma resposta aos eleitorados domésticos para enfatizar que embora existisse um processo de integração monetária em curso, não haveria sob qualquer hipótese a transferência de dívidas nacionais para outros países.

Os treze artigos do regulamento que instituíram o PEC versam sobre os objetivos orçamentais que os Estados devem submeter ao Conselho Europeu e Comissão Europeia, sobre a evolução e implementação pelos governos nacionais na perseguição dos objetivos orçamentários de médio prazo e o acompanhamento e vigilância que a União Europeia exercerá sobre as contas públicas nacionais. Além da resolução 1467/97 que instituiu o PEC foi aprovado o regulamento 1477/97 que estabelece os procedimentos relativos à aplicação de multas e penalidades aos países que incorrerem em descontroles fiscais.

Embora os critérios de convergência de Maastricht e o PEC tenham estabelecido metas e tetos para os indicadores fiscais, diversos países à época da introdução do euro apresentavam estoques de dívidas públicas acima dos 60% do PIB. A inclusão de países que registravam dívidas públicas acima do teto de 60% do PIB na zona do euro foi uma decisão política. A dívida pública da Bélgica era superior ao limite determinado pelo Tratado de Maastricht. No entanto, a Bélgica já possuía uma união monetária com Luxemburgo. Nesse sentido, a Bélgica foi aceita na zona do euro e propiciou a entrada de outros países que apresentavam desequilíbrios orçamentários. Segundo Eichengreen (2011, p. 94), essa decisão “Entulhou a área do euro com um conjunto de países altamente endividados, enfrentando profundos problemas estruturais, algo que não tardaria a lhe impor dificuldade e a comprometer seus esforços para conferir à moeda papel internacional mais relevante”.

Em 2003, a Alemanha teve o pior desempenho econômico desde 1993. Se a expansão econômica foi perto de zero em 2002 – crescimento de 0,2% do PIB – a performance no ano seguinte foi pior ainda quando o PIB germânico sofreu uma retração de 0,7. Na França, embora a deterioração econômica não tenha sido da mesma intensidade da observada na Alemanha, o biênio 2002-2003 foi marcado por taxas de crescimento econômico abaixo das registradas nos anos anteriores, sendo o crescimento de 1,1% em 2002 e 0,8% em 2003. O fraco desempenho econômico contribuiu para a deterioração dos indicadores fiscais na França e Alemanha. Os déficits públicos na Alemanha superaram os limites de 3% do PIB pelo PEC em 2003, 2004 e 2005. A dívida pública alemã, que terminou 2001 em aproximadamente 59% do PIB, elevou-se no decorrer dos anos seguintes e alcançou 65% do PIB no final de 2004. No mesmo contexto, a dívida pública da França saltou no mesmo período de 58,7% para 65,7% do PIB.

Em julho de 2003, o presidente da França Jacques Chirac “defendeu a adoção de uma fórmula provisória e uma interpretação política do PEC para flexibilizar suas regras e ajudar na retomada do crescimento econômico francês” (Heipertz; Verdun, 2010, p. 140). Na Alemanha, as disputas domésticas e a incapacidade do governo em promover a redução dos gastos públicos culminaram igualmente com déficits fiscais acima do teto estabelecido pelo PEC. Diante da deterioração dos indicadores fiscais nas duas maiores economias da zona do euro, os mecanismos institucionais para a aplicação de multas e sanções contra os países transgressores foram testados. O presidente da Comissão Europeia, Romano Prodi, declarou, ainda em 2003, que iria iniciar os procedimentos por déficit excessivo no caso da Alemanha e França, caso os dois países continuassem a registrar déficits públicos acima dos tetos estabelecidos.

Com o risco iminente do início de um processo por déficit excessivo, os governos da Alemanha e França utilizaram seu peso político para bloquear as decisões que dessem

continuidade ao processo no âmbito das instituições europeias. Embora Áustria, Espanha, Grécia, Irlanda e Holanda tenham apoiado a iniciativa da Comissão Europeia na continuidade das ações que poderiam ocasionar a penalização da França e Alemanha, não houve a formação de uma maioria significativa que conseguisse impor uma derrota na Comissão Europeia às duas maiores economias da zona do euro. Dessa forma, o PEC sofreu uma reforma com a substituição dos regulamentos criados em 1997 por novas diretrizes que fossem mais flexíveis e lenientes com a ocorrência de déficits públicos.

Os regulamentos 1467/97 e 1477/97 foram substituídos pelos 1055/05 e 1056/05. No regulamento 1055/05 ficou estabelecido que “Os prazos estabelecidos para a análise dos programas de estabilidade e convergência pelo Conselho deverão ser alargados para permitir uma avaliação exaustiva de tais programas (CONSELHO EUROPEU, 2005). As reformas promovidas pelas alterações do PEC flexibilizaram as finanças públicas nacionais por meio da maior tolerância a ocorrência de déficits públicos e da introdução de novos prazos para a aplicação de sanções aos países transgressores. A ocorrência de déficits excessivos foi permitida para o crescimento dos gastos em áreas sensíveis como políticas sociais, defesa e fomento ao desenvolvimento tecnológico. Ao mesmo tempo, o novo PEC passou a atribuir maior importância aos estoques de dívida pública em detrimento dos resultados fiscais anuais (ALVES, 2008).

Com a flexibilização das regras para a ocorrência de déficits públicos e um modelo de integração monetária que manteve no âmbito dos governos nacionais a condução das políticas fiscais, creditícias, bancárias, trabalhistas e que transferiu apenas a execução da política monetária para o BCE, assistiu-se ao longo da década de 2000 o surgimento de desequilíbrios econômicos entre os países da zona do euro que foram determinantes para o início da crise das dívidas públicas nos GIPS em 2010.

### 3 A crise econômica e financeira nos GIPS

O início da crise no mercado imobiliário dos Estados Unidos causou instabilidades econômicas e financeiras na economia global. Em 2009, o comércio internacional apresentou uma retração de 13% em comparação ao ano anterior (UNCTAD, 2010, p. 6). O PIB mundial, que registrou crescimento econômico superior a 4% nos anos anteriores ao início da crise financeira, se retraiu 0,5% em 2009. A retração do PIB mundial ocorreu principalmente em decorrência do baixo desempenho econômico das economias desenvolvidas. No auge da crise financeira internacional, em 2009, o PIB da zona do euro decresceu 4,3%. Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 150), “No quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 a economia global se contraiu numa porcentagem que só teve paralelo, em tamanho e profundidade, com o colapso de 1929 a 1931, que deu início à grande depressão”.

Entretanto, a crise econômica e financeira mundial se aprofundou na zona do euro, especialmente nos GIPS. O desempenho econômico dos GIPS foi inferior a das demais economias da zona do euro, como pode ser observado na Tabela 1. A Grécia está mergulhada em uma profunda depressão econômica desde 2009 e Portugal, Espanha e Irlanda apresentaram



desempenho econômico inferior à média dos demais países da zona do euro desde o início da crise econômica e financeira até 2012.

Tabela 1. Crescimento do PIB entre 2007 e 2012.

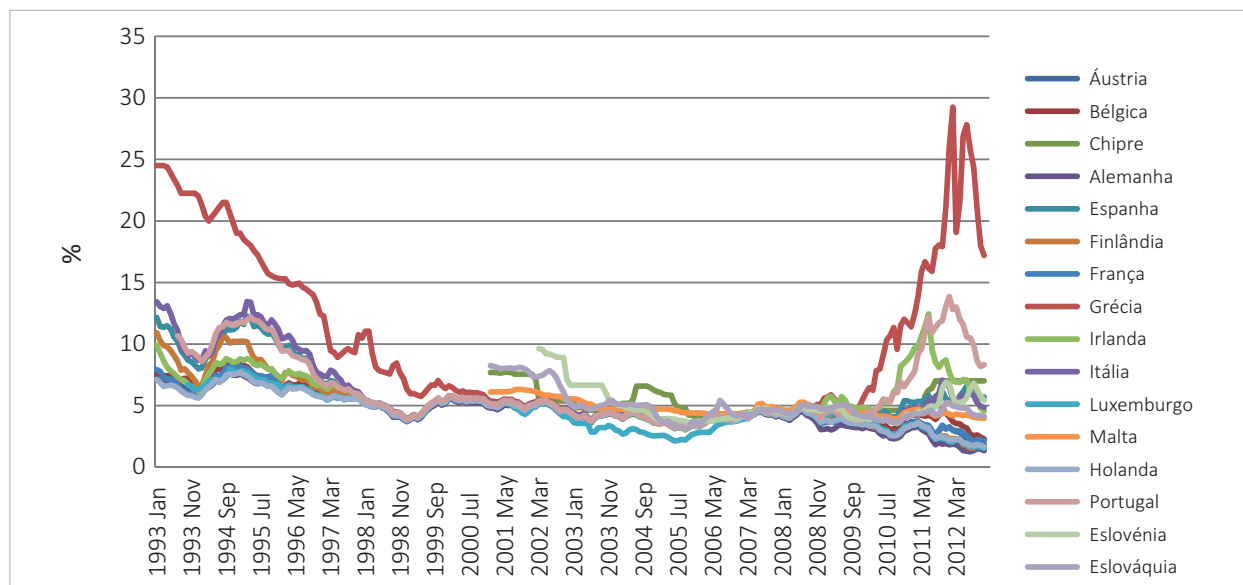
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Grécia	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,3
Irlanda	5,4	-2,1	-5,4	-0,7	1,4	-0,9
Portugal	2,3	0	-2,9	1,9	-1,5	-3,1
Espanha	3,4	0,8	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Alemanha	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4
França	2,4	0,2	-2,9	2	2,1	0,2
Zona do euro	2,9	0,3	-4,3	2	1,4	-0,5
Mundo	5,4	2,8	-0,5	5,2	3,9	3,1

Fonte: Figura elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

Outro importante indicador econômico para mensurar a profundidade da crise financeira nos países é a taxa de juros de longo prazo. A taxa de juros de longo prazo reflete o grau de confiança dos investidores na solvência e sustentabilidade das contas públicas nacionais. Nesse sentido, a elevação das taxas de juros de longo prazo em um país sinaliza que os investidores domésticos e estrangeiros aumentaram sua percepção na probabilidade da ocorrência de um *default*, por parte dos governos nacionais na rolagem da dívida pública nacional.

Com o estabelecimento de um cronograma para a introdução da moeda única no início da década de 1990, as percepções de risco dos investidores se homogeneizaram na zona do euro. Após a introdução do euro em 1999, o processo de convergência das taxas de juros de longo prazo se manteve indicando a homogeneização da percepção de risco por parte dos investidores domésticos e internacionais. Todavia, após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008, as taxas de juros de longo prazo iniciaram um processo de divergência entre os países da zona do euro, especialmente nos GIPS. As taxas de juros de longo prazo dos títulos da Grécia que, no período de sua admissão à zona do euro, eram em média 35 pontos-base acima dos títulos da Alemanha, se elevaram para aproximadamente 300 pontos-base em março de 2009, e terminaram 2011 acima de 2000 pontos-base. Da mesma forma, os títulos da Espanha eram negociados em torno de 400 pontos-base acima dos títulos alemães no fim de 2011. No mesmo período, os *spreads* dos títulos portugueses eram vendidos a 1.000 pontos-base acima dos títulos da Alemanha. Na Figura 1 pode-se observar a elevação das taxas de juros de longo prazo na zona do euro entre 1993 e 2012. Destaca-se o processo de convergência iniciado no decorrer da década de 1990 e o início das divergências a partir da eclosão da crise econômica e financeira de 2008.

Figura 1. Taxa de Juros de Longo prazo na zona do euro entre 1993 e 2012.



Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base em dados obtidos no BCE. Disponível em: <<http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>>. Acesso: 20 dez. 2013.

#### 4 Os indicadores fiscais

Após a assinatura do Tratado de Maastricht teve início o processo de convergência das políticas fiscais entre os países da zona do euro. Entre 1995 e 1999, os déficits públicos na média da zona do euro reduziram-se de 4,3% do PIB, em 1996, para 2,8% em 1997, 2,3% em 1998, 1,5% em 1999, e 0,1% do PIB em 2000. Entretanto, persistiram enormes divergências nos resultados fiscais entre os países da zona do euro. Com a introdução do euro em 1999, as divergências perduraram até a eclosão da crise financeira nos Estados Unidos. Na Irlanda e Espanha, os déficits públicos permaneceram dentro dos limites do PEC, entre 1999 e 2007. Todavia, na Grécia e Portugal foram registrados déficits públicos acima do teto estabelecido no decorrer da década de 2000. A tabela 2 demonstra a evolução das contas públicas, entre 1999 e 2007, nos GIPS e na média da zona do euro.

Tabela 2. Resultado das contas públicas nacionais, (superávit/déficit em % do PIB) entre 1999 e 2007, nos GIPS e zona do euro<sup>4</sup>.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Grécia	-	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5
Irlanda	2,7	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1
Portugal	-3,1	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4	-6,5	-4,6	-3,1
Espanha	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9
Alemanha	-1,5	1	-3,1	-3,9	-4,1	-3,7	-3,3	-1,5	0,3
França	-16	-1,3	-1,4	-3,1	-3,9	-3,5	-3,2	-2,3	-2,5
Zona do euro	-1,5	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7

Fonte: Tabela elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>Acesso: 20 dez. 2013.

4 A cor vermelha indica a existência de déficits públicos acima do teto estabelecido de 3% do PIB.

O início da crise financeira nos Estados Unidos foi um divisor na evolução das contas públicas da zona do euro. Entre 1999 e 2007, os déficits públicos transgrediram o teto de 3% do PIB na média da zona do euro apenas em 2003. A partir de 2008, ocorreu uma deterioração conjunta dos indicadores fiscais na zona do euro. Na Irlanda e Espanha, que registraram resultados fiscais dentro dos limites estabelecidos pelo PEC entre 1999 e 2007, houve um crescimento dos déficits públicos bem acima da média observada nos demais países da zona do euro. Da mesma forma, na Grécia e em Portugal houve uma aceleração dos déficits orçamentários em comparação aos anos anteriores. Na média da zona do euro houve um crescimento dos déficits públicos em comparação ao período anterior em todos os países. Todavia, como podemos observar na Tabela 3, houve uma maior deterioração dos indicadores fiscais nos GIPS em comparação à média dos países da zona do euro a partir de 2008.

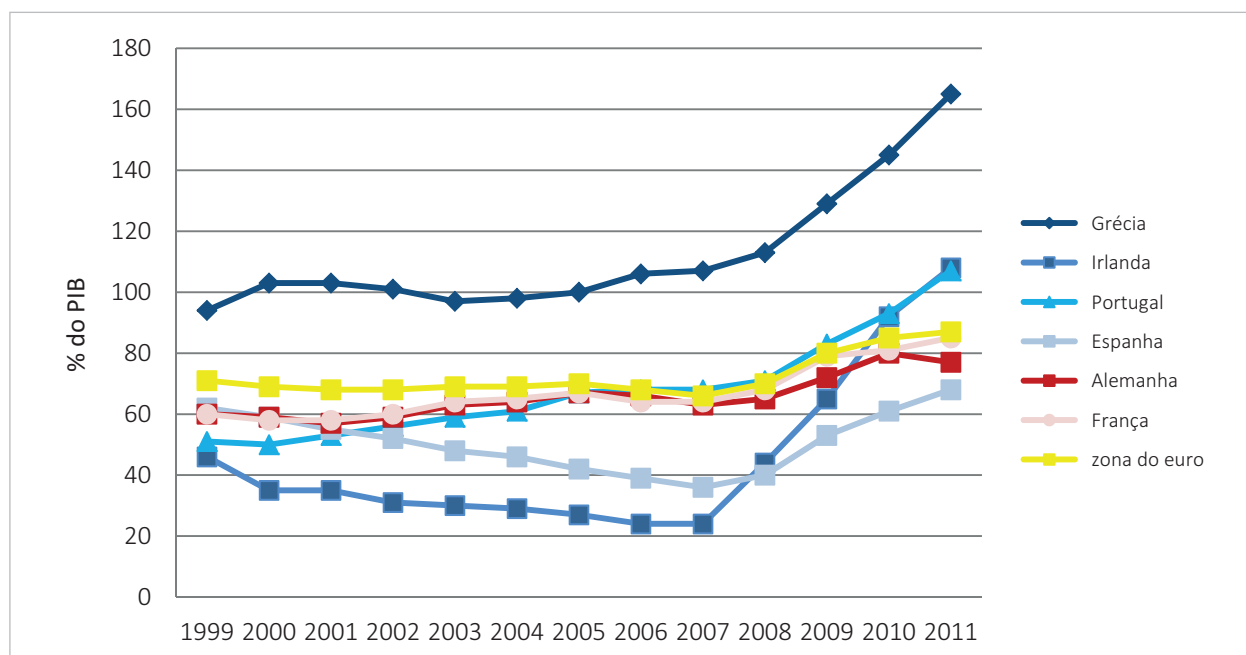
**Tabela 3. Resultado das contas públicas nacionais (superávit/déficit em % do PIB), entre 2008 e 2011, nos GIPS e zona do euro.**

	2008	2009	2010	2011
Grécia	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4
Irlanda	-7,4	-13,9	-30,9	-13,4
Portugal	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4
Espanha	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4
Alemanha	0	-3	-4,1	-0,9
França	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1
Zona do euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2

Fonte: Tabela elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

O PEC também estabeleceu limites e tetos para os estoques de dívida pública para garantir a estabilidade macroeconômica na zona do euro. A permanência de dívidas públicas abaixo de 60% do PIB deveria garantir a sustentabilidade de contas nacionais no longo prazo. Em 1999, diversos países europeus registraram dívidas públicas acima do teto de 60% do PIB. A dívida pública da Grécia era de 94% do PIB e da Espanha 62,4%. Por outro lado, Portugal e Irlanda apresentaram dívidas dentro dos limites estabelecidos, sendo respectivamente 51,4% e 46,6% do PIB, em 1999. No decorrer da década de 2000, as dívidas públicas dos GIPS sofreram pequenas alterações com pequena redução na Irlanda e Espanha e aumento na Grécia e Portugal. Todavia, com o início da crise nos Estados Unidos houve uma deterioração conjunta das dívidas públicas em todos os países da zona do euro. Entre 2007 e 2011, a dívida pública da Grécia cresceu mais de 50%, da Irlanda quadruplicou, a da Espanha, que estava abaixo de 40% do PIB, elevou-se para aproximadamente 68,5% e a de Portugal ultrapassou os 100% do PIB. No mesmo período, Alemanha e França apresentaram uma piora dos indicadores fiscais, mas os estoques de dívida pública permaneceram inferiores aos observados na Grécia, Portugal e Irlanda. Os dados completos podem ser observados na Figura 2.

Figura 2. Evolução das dívidas públicas entre 1999 e 2011 na zona do euro.



Fonte: Figura elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

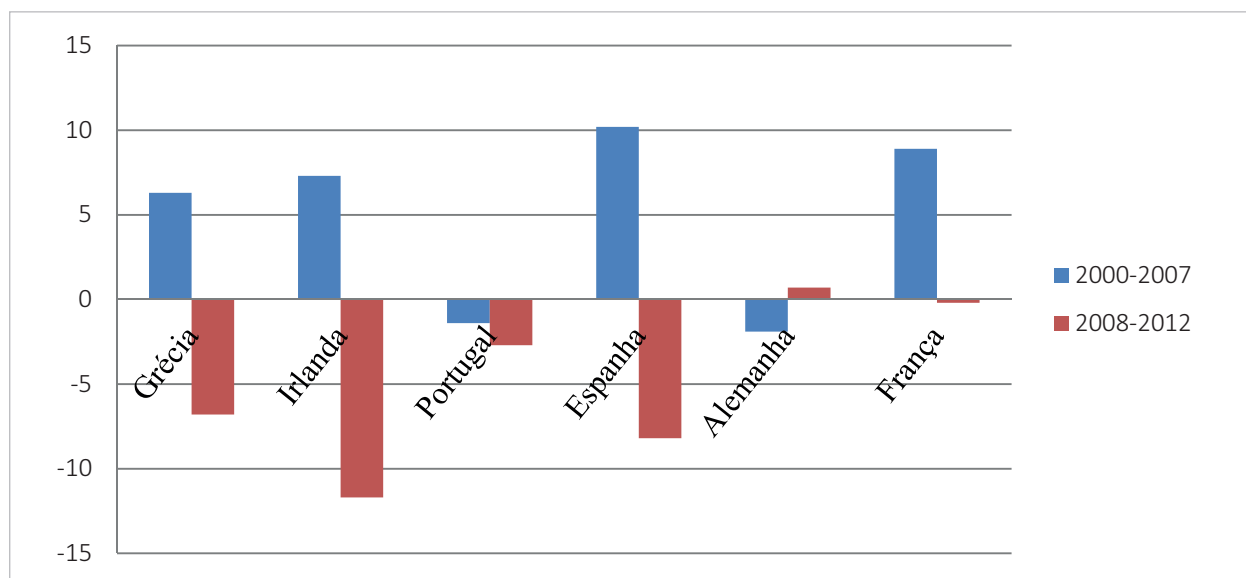
## 5 Os indicadores externos

A introdução do euro, em 1999, eliminou os custos cambiais para operações comerciais e financeiras e contribuiu para aumentar a internacionalização dos bancos e instituições financeiras da zona do euro. Dessa forma, houve a redução dos custos dos empréstimos para os mercados emergentes da zona do euro por duas razões: (1) com a redução das expectativas inflacionárias, as taxas de juros para o financiamento das dívidas públicas nacionais e dos empréstimos internacionais diminuíram naturalmente. As economias da zona do euro foram beneficiadas pela transferência parcial do prestígio que o *Bundesbank* possuía nos mercados financeiros internacionais e (2) a introdução do euro foi percebida pelos agentes econômicos como um processo irreversível que aprofundaria a integração econômica e política na Europa. A desintegração da zona monetária não era prevista legalmente e os mercados financeiros acreditaram que as economias mais fortes poderiam conceder recursos financeiros aos mercados emergentes da Europa (BAGGUS, 2010).

A diferença nos custos de empréstimos se acentuou ainda mais devido à inexistência de uma política bancária e creditícia comum que homogeneizasse as políticas de crédito entre os países da zona do euro. Enquanto os bancos alemães financiavam o valor das novas residências em aproximadamente 60%, as casas eram financiadas em até 100% de seu valor na Irlanda e Espanha. A adoção de uma política de crédito mais flexível na Espanha e Irlanda aumentou a demanda por financiamentos imobiliários e contribuiu para o crescimento da demanda, para o surgimento da bolha imobiliária e para a elevação das dívidas privadas com o exterior (GROSS, 2012).

A maior demanda por residências nos mercados emergentes da zona do euro e a elevação dos preços dos imóveis pode ser observado na Figura 4. A valorização anual média dos imóveis, entre 2000 e 2007, na Espanha e Irlanda, foram respectivamente 10,2% e 7,3%. Embora os preços dos imóveis tenham crescimento em proporção semelhante na França, a estabilização dos preços no período pós-crise demonstra que o aumento do valor dos preços dos imóveis no território francês foi mais sustentável em comparação ao que ocorreu na Grécia, Irlanda e Espanha, onde os preços dos imóveis sofreram com forte redução após 2008 como consequência do estouro das bolhas do setor imobiliário. Os dados completos podem ser observados na Figura 3.

Figura 3. Média anual da valorização dos imóveis nos países da zona do euro baseado no Índice de valorização dos imóveis (valores deflacionados pela inflação nacional)



Fonte: Figura elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

A falência do banco de investimentos Lehman Brothers nos Estados Unidos contaminou os mercados financeiros europeus e ocasionou a retração dos empréstimos e o estouro das bolhas imobiliárias nos mercados emergentes da zona do euro. A crise imobiliária se acentuou principalmente na Irlanda e Espanha com a retração no valor dos imóveis como pode ser observado na Figura 4. A redução nos preços dos imóveis e o crescimento dos custos de financiamento aumentaram a inadimplência entre os mutuários e causou prejuízos nos bancos e instituições financeiras que apresentavam exposição nos mercados imobiliários. Desde 2008, os bancos e instituições financeiras das economias mais fragilizadas dependem de recursos financeiros dos governos nacionais e do Banco Central Europeu (BCE) para a manutenção da solvência financeira (STEIN, 2011).

Como resultado da crise imobiliária, o governo da Irlanda injetou aproximadamente 62 bilhões de euros (40% do PIB) na recapitalização dos bancos e instituições financeiras nacionais (AHEARNE, 2012). As injeções de capitais e a perda de receitas tributárias decorrentes

do desaquecimento dos mercados imobiliários são os principais responsáveis pela deterioração dos indicadores fiscais na Irlanda e Espanha. Na Espanha, os investimentos residenciais que representaram 4,4% do PIB, em 1995, se elevaram para 9,3% do PIB, em 2006. No fim de 2011, os investimentos no setor imobiliário foram reduzidos para patamares inferiores aos de 1995 (DEHESA, 2012).

Ao contrário da Irlanda e Espanha, que financiavam seu crescimento econômico por meio do endividamento do setor privado com bancos e instituições financeiras do exterior, Grécia e Portugal utilizaram-se do endividamento público para financiar seus gastos internos. Na Grécia e em Portugal, o crescimento dos gastos internos acima da renda nacional era realizado por meio da elevação dos gastos públicos e das dívidas públicas nacionais. A poupança interna, ao ser insuficiente para financiar os gastos dos governos nacionais, dependeu da complementação de recursos advindos do exterior (GROSS, 2012).

Segundo o relatório da Comissão Europeia (2010), a vulnerabilidade das economias emergente da zona do euro foi exacerbada devido aos recursos externos que ingressaram sob a forma de empréstimos de curto prazo. Com a elevação das tensões nos mercados financeiros internacionais se iniciou um processo de fuga de capitais (*sudden stops*) agravando ainda mais a crise econômica e financeira nos GIPS (MERLER; PISANI-FERRY, 2012).

O crescimento das dívidas externas dos GIPS pode ser verificado nas estatísticas publicadas pelo *Bank of International Settlements* (BIS) na Tabela 4. No fim do terceiro trimestre de 2010, as exposições dos bancos e instituições financeiras internacionais na Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha somaram US\$ 2,512 trilhões. A exposição dos bancos e instituições financeiras da Alemanha era de US\$ 563,6 bilhões, da França de US\$ 440,4 bilhões, e da Grã-Bretanha de 431,1 bilhões. Os demais países da zona do euro tinham uma exposição conjunta de US\$ 510,5 bilhões e o restante era dividido entre os Estados Unidos, o Japão e o resto do mundo. As exposições dos bancos e instituições financeiras internacionais na Grécia, Itália, Portugal e Espanha eram concentradas principalmente nos mercados privados. Os bancos e instituições financeiras internacionais possuíam créditos de aproximadamente US\$ 1.579,2 trilhões de dólares ou 82% do total das exposições na Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha. Em títulos públicos dos governos nacionais, as exposições internacionais totalizaram US\$ 269,1 bilhões de dólares ou 10% do montante total. E o restante, composto de outras exposições, somaram US\$ 755,9 bilhões ou 30% do total. (AVDJIEV; UPPER; VAUSE, 2011).

**Tabela 4. Exposição dos bancos e instituições financeiras internacionais na Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha em 2010 (% do PIB nacional).**

	Bancos	Instituições financeiras	Outras exposições	Setor Público	Total
Grécia	5,9%	37%	46,6%	30%	121%
Irlanda	75%	184%	121,2%	12%	392,2%
Portugal	26,6%	74,3%	56,9%	28,3%	186,4%
Espanha	19,3%	29%	21,5%	8,8%	78,7%

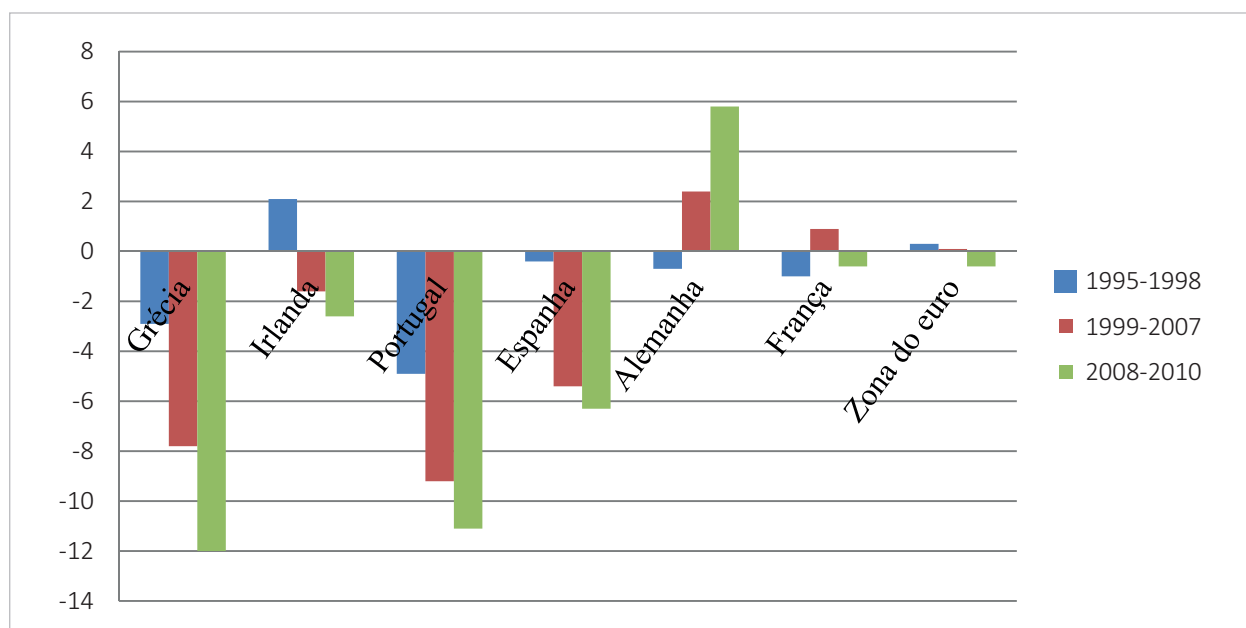
Fonte: Tabela elaborada pelo autor de acordo com os dados obtidos em Avdjiev; Upper; Vause, (2011) e FMI (2013).

Outro fator que contribuiu para o crescimento do endividamento externo dos GIPS foi o crescimento dos déficits das transações correntes. Nas palavras de Lynn,:

“entre 2000 e 2007, Portugal acumulou um déficit comercial equivalente a 71 por cento do PIB. Para a Grécia o valor era de 67 por cento e para a Espanha era de 46 por cento. Por outro lado, para a Alemanha, durante o mesmo período, o superávit acumulado foi de 26 por cento. Para os Países Baixos era de 45 por cento e para a Finlândia era de 50 por cento. Na verdade, o que estava acontecendo era que alguns países estavam consumindo muito menos do que eles produziram (os lugares mais frios), enquanto outras (principalmente os mais quentes) estavam consumindo muito mais do que produziam.” (LYNN, 2011, p. 72, tradução nossa)

Anteriormente à introdução do euro, com exceção da Irlanda, os GIPS registraram déficits nas transações correntes. Entretanto, a partir de 1999 houve uma elevação dos déficits nas transações correntes dos GIPS em comparação aos anos anteriores. Os déficits na Grécia, que eram em média de 2,9% do PIB ao ano, entre 1995 e 1998, se elevaram no período posterior para 7,8% e, posteriormente, entre 2008 e 2010, para 12%. Na Irlanda, os superávits registrados entre 1995 e 1998 se transformaram em déficits nos anos seguintes. Em Portugal, os déficits dobraram quando comparados os períodos entre 1995-1998 e 2008-2010. E na Espanha, os déficits, que eram próximos do equilíbrio, cresceram para 5,4% e posteriormente para 6,3% do PIB. Enquanto isso, na maior economia da zona do euro, os déficits registrados no período anterior à introdução transformaram-se em superávits crescentes a partir de 1999. O resultado das transações correntes pode ser observado na Figura 4.

Figura 4. Média anual das transações correntes na zona do euro em 1995-1998, 1999-2007 e 2008-2010 (% do PIB).

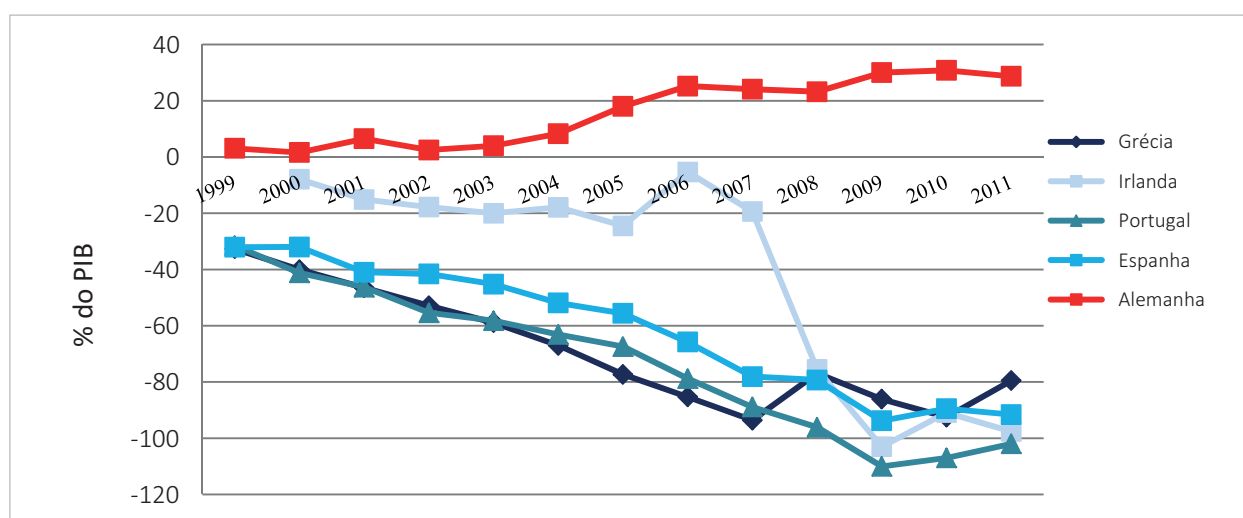


Fonte: Figura elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

O crescimento dos déficits nas transações correntes e a entrada de capitais internacionais para financiar o consumo interno e os investimentos no setor imobiliário ocasionaram a elevação do endividamento externo dos GIPS. A Posição Líquida de Investimentos Internacionais (PLII) é o resultado da diferença entre os ativos e passivos brutos de um país com o exterior. A evolução ascendente da PLII indica que os ativos no exterior estão crescendo em uma proporção maior em comparação aos passivos externos.

A partir de 1999, os GIPS registraram uma contínua deterioração de sua PLII. A Irlanda apresentou o maior crescimento dos passivos externos entre 1999 e 2011. Da mesma forma, Grécia, Portugal e Espanha registraram um maior crescimento dos passivos externos em comparação aos ativos como demonstrado na Figura 5. Em contraposição ao que ocorreu nos GIPS, a PLII teve uma evolução ascendente na Alemanha (excluimos a França porque os dados do país estão incompletos para a evolução da PLII). A deterioração da PLII demonstrou que o consumo interno dos GIPS foi acima da renda nacional, aumentando os passivos externos com o exterior, enquanto na Alemanha, por exemplo, ocorreu o fenômeno contrário.

Figura 5. Evolução da Posição Líquida de Investimentos Internacionais na zona do euro (% do PIB).



Fonte: Figura elaborada pelo autor com base em dados obtidos na página do Eurostat. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>> Acesso: 20 dez. 2013.

A evolução dos indicadores externos observada nos GIPS e na Alemanha sugere que no decorrer da década de 2000 os países da zona do euro apresentaram trajetórias distintas na evolução dos indicadores econômicos, o que acabou criando dois grupos de países na zona do euro: o primeiro, formado pelos países da zona do euro do norte da Europa Continental (Alemanha, Bélgica, Finlândia e Holanda), que tornaram-se exportadores de capitais e o segundo composto pelos países do GIPS que transformaram-se em importadores líquidos de capitais internacionais e estavam consumindo acima da renda nacional. (SINN; WOLLMERSHAEUSER, 2011).

A existência de desequilíbrios entre renda, consumo e investimento entre países que fazem parte de uma união monetária não deveria ter teoricamente atenção importância para a



estabilidade da região. Entretanto, a percepção dos eleitorados domésticos – especialmente por parte dos localizados nos países superavitários da zona do euro – de que algumas economias consomem acima de suas capacidades nacionais ocasionando a geração de turbulências macroeconômicas e a transferência desses custos para as economias superavitárias é uma das principais fontes de tensão política entre os governos membros da zona do euro. Nesse sentido, os desequilíbrios externos afetam a capacidade de construção de consensos políticos que promovam o aprofundamento do próprio processo de integração política e econômica na zona do euro.

## 6 Das manias, pânico e crises aos desafios da construção da estabilidade macroeconômica na zona do euro

A ocorrência de crises financeiras internacionais se confunde com o desenvolvimento da própria história do capitalismo nos últimos dois séculos. Rogoff e Reinhart (2010) fizeram uma análise das características das crises econômicas que se concentraram no período compreendido entre o início do século XIX e o surgimento da crise global que teve seu início com as turbulências econômicas e financeiras nos Estados Unidos em 2008, embora o escopo temporal dos autores tenha se expandido por 66 países ao longo dos últimos oito séculos. As crises possuem origens e definições distintas, mas majoritariamente as crises possuem origens em desequilíbrios oriundos de: hiperinflação e inflação, choques cambiais, desequilíbrios no balanço de pagamento, estouro de bolhas imobiliárias, fragilidades do setor bancário e insolvência dos governos nacionais.

Embora não seja possível criar um modelo para o entendimento de todas as crises financeiras internacionais em decorrência da própria diversidade e particularidade que cada crise possui, Kindleberger e Aliber (2013) dividiram a anatomia das crises em três períodos distintos: manias, pânico e crises. Os momentos de manias são caracterizados por períodos de bonança econômica onde impera um excessivo otimismo acerca dos fundamentos econômicos de um país e “sugere a perda de conexão com a realidade, ou até histeria em massa” (Kindleberger; Aliber, 2013, p. 47). Igualmente, os agentes econômicos são acometidos pela síndrome do “dessa vez é diferente”<sup>5</sup>.

Nesses períodos, normalmente marcados por revoluções tecnológicas que aumentam a produtividade geral das economias nacionais, os preços dos ativos aumentam sem um nexo com a economia real, originando a formação de bolhas na economia, o crescimento econômico se mostra vigoroso e as percepções dos agentes econômicos são tomadas por uma euforia irracional, embora normalmente persistam desequilíbrios econômicos que são ignorados pelos próprios agentes econômicos. Nos momentos de euforia, o crédito se expande e possibilita o crescimento das taxas de consumo e investimento por parte de uma economia nacional. Em um

5 A síndrome do “dessa vez é diferente” foi criada por Rogoff e Reinhart para se referir à percepção que os agentes econômicos têm acerca da possibilidade de uma nova crise econômica. Os agentes têm a percepção que crises econômicas são fenômenos que afligem outras pessoas e países e nunca irá acontecer com elas mesmas. Da mesma forma, sempre que uma crise ocorre aumenta a percepção de que os erros cometidos serão corrigidos e o surgimento de uma nova crise é pouco provável no futuro.

segundo momento, o excesso de euforia e otimismo são revertidos e o pânico – que pode ser definido por um medo irracional ou sem qualquer causa – passa a predominar entre os agentes econômicos.

O início do pânico é decorrente de algum evento externo que afete a percepção dos agentes econômicos. Normalmente, o início de uma curta recessão econômica, choque externo, falência de algum banco ou instituição financeira, ou mesmo algum evento político é suficiente para acender o pavio da crise que se aproxima. Quando o pânico se generaliza entre os agentes econômicos e os indicadores econômicos são afetados, ocorre o início propriamente da crise financeira. A transição entre o início do pânico e o começo da crise financeira pode ser entendida nos seguintes termos

Nessa situação, os preços caem e as expectativas são revertidas. O movimento de queda dos preços acelera-se. Como os investidores usaram dinheiro emprestado para financiar suas compras de ações, o recuo dos preços provavelmente levará a pedidos de mais margem ou dinheiro e a mais liquidações de ações ou imóveis. Quando os preços caem mais, as perdas com empréstimos bancários aumentam e uma ou mais das empresas comerciais, bancos, casa de desconto ou corretoras vão à falência”. (KINDLERBERGER; ALIBER, 2013, p. 123)

A crise nos GIPS pode ser entendida de acordo com a sequência de eventos sugerida por Kindlerberger e Aliber (2013). No período compreendido entre 1999 e 2007, persistiu o otimismo exagerado na solidez dos indicadores econômicos dos países da zona do euro com uma expansão exagerada do crédito para GIPS e a geração de outros distúrbios financeiros – especialmente nos indicadores externos e a criação de uma bolha no setor imobiliário. Impulsionada pelo processo de integração monetária, os bancos e instituições financeiras do norte da Europa expandiram suas linhas de crédito em direção aos países que aparentemente eram portos seguros para a realização dos investimentos e financiaram as economias até o início da crise econômica e financeira iniciada nos Estados Unidos.

O começo da crise no setor imobiliário dos Estados Unidos deu início ao pânico no velho continente, até porque as economias de alguns países da zona do euro apresentavam os mesmos sintomas e desequilíbrios da economia estadunidense: elevado endividamento das famílias, fragilidades do setor financeiro, estouro das bolhas imobiliárias e início de uma recessão econômica. A combinação entre pânico no setor financeiro e fragilidades macroeconômicas foi decisiva para iniciar a mais longa recessão na Europa desde a grande depressão de 1929, mas dessa vez atingindo a zona do euro. Entretanto, o aprofundamento da crise nos GIPS decorreu não apenas do contágio advindo da economia dos Estados Unidos, mas sim igualmente dos desequilíbrios macroeconômicos que foram acumulando-se no decorrer dos anos de 2000.

O início da recessão econômica e a perda de confiança dos mercados financeiros em países que apresentaram indicadores fiscais dentro dos parâmetros estabelecidos pelo PEC – Irlanda e Espanha – demonstraram a existência de desequilíbrios econômicos em variáveis que não eram monitoradas pelo PEC. Como observou Giavazzi e Spaventa (2010), diversas variáveis foram negligenciadas ou foram mantidas sobre a responsabilidade dos Estados nacionais, tais como níveis de produtividade, custos por unidade de trabalho, relação entre poupança interna

e investimento, transações correntes, políticas creditícias e bancárias e principalmente as variáveis externas como analisado na seção anterior.

Os déficits governamentais e a dívida pública da Grécia e Portugal transgrediram sistematicamente os limites impostos pelo PEC até o início da crise financeira. Por sua vez, a maior vulnerabilidade desses países era decorrente do alto nível de internacionalização de suas dívidas públicas e endividamento externo<sup>6</sup>. Em 1999, 32,5% dos títulos públicos emitidos pelos governos nacionais da zona do euro estavam na carteira de investimento de estrangeiros. Dez anos após a criação do euro, 53,5% das dívidas públicas nacionais pertenciam a investidores estrangeiros (MONGELLI, 2010).

O crescimento dos déficits nas transações correntes e dos empréstimos internacionais da Grécia e Portugal era financiado por meio da entrada de capitais dos países superavitários da zona do euro, o que aumentou a vulnerabilidade dos países com o início da crise financeira. Embora os desequilíbrios orçamentários tenham fragilizado as economias de Portugal e da Grécia, as vulnerabilidades se acentuaram em decorrência da deterioração de outros indicadores econômicos. Como pontuou Gross (2011, p. 2):

A atual crise na zona do euro é conhecida em todo o mundo como a crise das dívidas soberanas do euro. Mas a crise é realmente sobre dívida externa, e não de dívida pública. A importância da dívida externa é bem ilustrada pelo caso de Portugal: embora a dívida pública e os déficits públicos do país sejam muito semelhantes aos da França, o risco-país de sua dívida pública aumentou de forma contínua, até que o país foi forçado a pedir ajuda financeira da União Europeia. O principal problema enfrentado por Portugal não é, portanto, a política fiscal, mas a elevada dívida (externa) do setor privado e público. (tradução nossa)

Da mesma forma, o aprofundamento da crise econômica na Espanha e Irlanda, países que possuíam endividamento público inferior aos 60% do PIB até 2007, demonstrou que as percepções de risco e a deterioração dos indicadores da economia real foram afetadas por outras variáveis que não eram monitoradas pelo Tratado de Maastricht. A principal vulnerabilidade desses países era o elevado endividamento do setor bancário nacional com o exterior e os distúrbios decorrentes do estouro das bolhas imobiliárias. De fato, crises no setor bancário tornam-se invariavelmente em crises das dívidas públicas nacionais à medida que os prejuízos dos bancos e instituições financeiras são transferidos para a conta dos governos nacionais (ROGOFF; REINHART, 2010). Nesse contexto, a deterioração dos indicadores fiscais na Espanha e Irlanda foi consequência e não a causa do início da crise econômica e financeira. Segundo Mauldin e Tepper (2011, p. 25), “as dívidas não foram extintas, mas transferidas para a conta dos governos nacionais”.

O estabelecimento de critérios para a participação das economias nacionais na zona do euro, que deveriam supostamente garantir a estabilidade macroeconômica da região, não impediu o surgimento de outros desequilíbrios econômicos nos GIPS. Após a introdução do euro em 1999, os GIPS acumularam elevadas dívidas e passivos externos, especialmente com os países superavitários do norte da Europa. Tais passivos se converteram em vulnerabilidade

<sup>6</sup> O endividamento em moeda estrangeira consiste em um “pecado original” ao aumentar a vulnerabilidade das economias nacionais. Sobre o pecado original ver Eichengreen; Hausmann; Panizza (2007).

financeira quando eclodiu a crise econômica e financeira nos Estados Unidos e os desequilíbrios entre renda, consumo e investimento foram expostos.

A origem dos desequilíbrios econômicos ou externos foi predominantemente por meio do aumento dos déficits nas transações correntes, pelo crescente endividamento privado com o exterior e internacionalização das dívidas públicas nacionais. Posto isso, a criação dos critérios de convergência de Maastricht foi insuficiente para homogeneizar e garantir a estabilidade macroeconômica na zona do euro, já que outros indicadores econômicos que não eram monitorados foram se deteriorando ao longo da década de 2000, sendo determinantes para a eclosão da crise econômica e financeira nos GIPS.

Como resultado da ineficiência dos critérios de Maastricht na promoção da estabilidade macroeconômica na zona do euro e com o intuito de impedir o surgimento de desequilíbrios econômicos no futuro, os governos europeus ampliaram as variáveis monitoradas pelas instituições europeias. Os regulamentos no. 1174/2011 e 1176/2011 do Parlamento e Conselho Europeu definiram os indicadores a serem monitorados e as medidas a serem tomadas para os países que apresentassem desequilíbrios macroeconômicos<sup>7</sup>. Nesse sentido, uma das primeiras ações tomadas pelos governos europeus para diminuir as fragilidades macroeconômicas na zona do euro foi aumentar a vigilância na evolução de outros indicadores que poderiam gerar desequilíbrios econômicos para as economias nacionais no futuro.

A introdução de novas variáveis a ser monitoradas pelas instituições europeias ou mesmo a criação de mecanismos que aumentem o poder de vigilância da União Europeia na evolução dos indicadores fiscais não garante automaticamente a estabilidade financeira em um futuro próximo na zona do euro. Assim como os tetos e limites para a ocorrência de déficits fiscais e estoques de dívidas públicas estabelecidos pelo Tratado de Maastricht e reforçados pelo PEC não foram cumpridos por todos os países da zona do euro, inexistiu até o presente momento iniciativas institucionais no âmbito das instituições europeias com força política suficiente que busquem a transferência legal dessas políticas para a União Europeia e evitem o surgimento de políticas econômicas que possam colocar em risco a estabilidade macroeconômica de toda região.

O que fica claro no contexto europeu é que o aprofundamento de políticas supranacionais em detrimento das ações intergovernamentais é o principal desafio que os governos europeus enfrentam na resolução das crises do modelo de integração europeu. Isso porque o principal desafio a ser enfrentado pelos países da zona do euro não é apenas evitar o surgimento de desequilíbrios que culminem no surgimento de crises econômicas e financeiras, mas sim evitar que essas crises se transformem em crises políticas com potencial de colocar em risco o próprio processo de integração regional. A crise no setor imobiliário nos Estados Unidos, por exemplo, não gerou o risco de uma fragmentação política e a própria recuperação mais rápida da economia norte-americana em comparação aos países da zona do euro decorre da capacidade do governo estadunidense em gerar respostas para conter a crise com maior rapidez.

<sup>7</sup> Foi criado um painel com dez indicadores econômicos para serem acompanhados pelas instituições europeias com limites e tetos semelhantes aos estipulados pelo PEC. Os indicadores monitorados serão: o resultado das transações correntes, Posição Líquida de Investimentos Internacionais, Dívida do Setor Privado como % do PIB, variação nos Custos por Unidade de Trabalho, variação da Taxa de Câmbio Efetiva Real, variação dos preços das residências, % do crédito em relação ao PIB, taxas de desemprego, estoques da dívida pública nacional e participação das exportações no comércio internacional.

Por fim, as discussões e impasses atuais sobre os próximos passos no processo de integração europeu continuam a refletir divergências entre as maiores economias da zona do euro. Nesse sentido, embora a atual crise econômica na zona do euro tenha suas raízes em desequilíbrios econômicos, a persistência de divergências entre os Estados impede a geração de uma resposta mais enfática das próprias instituições europeias para a resolução dos problemas econômicos.

## Referências

- AHEARNE, Alan. Political-Economic Context in Ireland. IN: Cline, William R.; Wolf, Guntram B. (org.). 2012. *Resolving the European Debt Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics, p. 37-50.
- ALVES, Rui H. R. *R.O futuro da União Europeia: Organização Econômica e Política no Contexto dos Desafios Pós-Euro*. 2008. 272 p. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2008.
- ATTINASI, Maria-Grazia; CHECHERITA, Cristina; NICKEL, Christiane. 2009. *What explains the surge in euro area sovereign spread during the financial crisis of 2007-2009?* Frankfurt: European Central Bank. (Working Paper Series No. 1131)
- AVDJIEV, Stefan; UPPER, Christian; VAUSE, Nicholas. 2011. *Highlights of the BIS international statistics*. Basel: BIS Quarterly Review.
- BAGGUS, Philipp. 2010. *The Tragedy of the Euro*. Auburn: Institute Ludwig Von Misses.
- BORDO, Michael; HAROLD, James. 2010. A long – term perspective on the euro. In: BUTI, Marco (et al). *The Euro. The First Decade*. Cambridge: Cambridge University Press. p. 37 – 71.
- CONSELHO EUROPEU. 1997. Regulamento (CE) No. 1466/97. Jornal Oficial das Comunidades Europeias. Bruxelas, 7 de julho de 1997.
- \_\_\_\_\_. 1997. Regulamento (CE) No. 1477/97. Jornal Oficial das Comunidades Europeias. Bruxelas, 7 de julho de 1997.
- \_\_\_\_\_. 2005. Regulamento (CE) No. 1055/2005. Jornal Oficial das Comunidades Europeias. Bruxelas, 27 de junho de 2005.
- \_\_\_\_\_. 2005. Regulamento (CE) No. 1056/2005. Jornal Oficial das Comunidades Europeias. Bruxelas, 27 de junho de 2005.
- DEHESA, Guillermo de La. Spain and the Euro Area Sovereign Debt Crisis. IN: CLINE, William R; WOLFF Guntram B. (org.). 2012. *Resolving the European Debt Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics. p. 109-130.
- DI MAURO, Filippo; DEES, Stephane; LOMBARDI, Marco J. 2010. *Catching the Flu from the United States*. Synchronisation and Transmission Mechanisms to the Euro Area. New York: Palgrave Macmillan.
- EICHENGREEN, Barry. 2011. *Privilégio Exorbitante*. A ascensão e queda do dólar e o futuro do Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro: Editora Campus.

\_\_\_\_\_. 2008. *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton: Princeton University Press.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Hugo. 2007. Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters. *IN: Edwards, Sebastian (org.). Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*. Chicago: Chicago University Press. p. 121-169.

EUROSTAT. *Economic Database*. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>. Acesso: 20 dez. 2013.

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Long term interest rates in eurozone..* Disponível em: <<http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>>. Acesso: 20 dez. 2013.

EUROPEAN COMMISSION. 2012. *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*. Luxembourg: Directorate – General For Economic and Financial Affairs. (Occasional Papers No. 92)

\_\_\_\_\_. 2010. *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*. Luxembourg: Directorate-General For Economic and Financial Affairs. (European Economy 1/2010).

GIAVAZZI, Francesco; SPAVENTA, Luigi. 2010. *Why the current account may matter in a monetary union*. Lessons from the financial crisis in the Euro area. London: Centre for Economic Policy Research. (Discussion Paper No. 8008).

GROSS, Daniel. 2012. *How to deal with macroeconomic imbalances?* Brussels: Centre for European Policy Studies. (CEPS Special Report No. 69).

\_\_\_\_\_. 2011. *Sovereign Debt vs Foreign Debt in the Eurozone*. Brussels: Centre for European Policy Studies. (CEPS Commentary)

HEIPERTZ, Martin; VERDUN, Amy. *Ruling Europe. The Politics of the Stability and Growth Pact*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

KAARLEJARVI, Jani. 2007. *Fiscal policy without a State in EMU? Germany, the Stability and Growth Pact and Policy Coordination*. New York: Palgrave Macmillan.

KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. 2013. *Manias, pânico e crises. A história das catástrofes econômicas mundiais*. São Paulo: Editora Saraiva. (6ª edição).

LYNN, Matthew. 2011. *Bust. Greece, the Euro, and the sovereign debt crisis*. Hoboken: John Wiley & Sons.

MAULDIN, John; TEPPER, Jonathan. 2011. *Endgame. The end of the debt supercycle and how it changes everything*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

MERLER, Silvia; PISANI-FERRY, Jean. 2012. *Sudden Stops in the euro area*. Brussels: Bruegel Policy Contribution. (Issue 2012/06)

MONGELLI, Francesco Paolo. 2010. *The transformational impact of EMU and Global Financial Crisis*. Brussels: Centre For European Policy Studies. (Policy Brief No. 228).

OVERTVELD, Johan Van. 2011. *The end of the Euro. The uneasy future of the European Union*. Chicago: B2 Books.

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU. Regulamento (EU) No. 1174/2011. Jornal Oficial da União Europeia. Estrasburgo, 8 de novembro de 2011.

\_\_\_\_\_. Regulamento (EU) No. 1176/2011. Jornal Oficial da União Europeia. Estrasburgo, 16 de novembro de 2011.

ROGOFF, Kenneth S.; REINHART, Carmen M. 2010. *Oito séculos de delírios financeiros*. Desta vez é diferente. Rio de Janeiro: Editora Elsevier.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. 2010. *A economia das crises*. Um curso-relâmpago sobre o futuro do Sistema Financeiro Internacional. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca.

SINN, Hans-Werner; WOLLMERSHAEUSER, Timo. 2011. Target Loans, Current Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. Washington: National Bureau of Economic Research. (NBER Working Paper No 17626)

STEIN, Jerome L. 2011. The Diversity of Debt Crisis in Europe. *Cato Journal*, Washington. Vol. 32, No. 2 (spring/summer). p. 199 – 216.

UNCTAD. 2010. *Trade and Development Report*. Genebra: UNCTAD

VERDUN, Amy. Economic and Monetary Union. In: CINI, Michelle (org). 2007. *European Union Politics*. Oxford: Oxford University Press. p. 296 – 308.

Recebido em: 26 outubro 2014

Aceito em: 14 junho 2015