

Instabilidade financeira na Eurozona e a crise dos títulos públicos dos GIIPS *

Nicholas Magnus Deleuse Blikstad **
Giuliano Contento de Oliveira ***

Resumo

A instabilidade financeira na zona do Euro, deflagrada em setembro de 2008, e sua intensificação com a crise dos títulos soberanos dos GIIPS (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha) a partir de 2010 revelam a capacidade disruptiva da articulação entre finanças liberalizadas e desregulamentadas, de um lado, e a rígida institucionalidade do Euro, de outro. Embora essa institucionalidade tenha propiciado a expansão das economias mais fracas da Eurozona no contexto de bonança, as rigidezes impostas pela institucionalidade do Euro sobre as políticas econômicas nacionais se tornaram explícitas quando da reversão das expectativas. Neste sentido, o objetivo do artigo consiste em analisar a instabilidade financeira da Eurozona, com destaque à crise dos títulos soberanos dos GIIPS, a partir da abordagem Minskiana. O artigo discute as principais características do processo de fragilização da estrutura financeira dos GIIPS, assim como o comportamento do sistema financeiro da zona do Euro e o papel do Eurosystem na acomodação da crise. Sustenta-se que a crise financeira dos GIIPS pode ser compreendida a partir da abordagem Minskiana e que as deficiências da institucionalidade do Euro, particularmente no que diz respeito à perda de soberania monetária das economias nacionais, dificultaram a viabilização da estabilidade financeira nas economias da região mais afetadas pela crise.

Palavras-chave: Crise dos PIIGS; Instabilidade financeira; Euro; Eurosystem; Abordagem Minskiana.

Abstract

Financial instability in the Eurozone and the crisis of the GIIPS government bonds

The financial instability in the Eurozone, triggered in September 2008, and its intensification as a result of the GIIPS (Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain) sovereign bonds crisis since 2010, shows the disruptive capacity of the combination of deregulated and liberalized finances and the rigid institutional framework of the Euro. Although this institutionality enabled the growth of the Eurozone's peripheral economies before the crisis, the rigidities imposed by it on national economic policies became clear when the expectations changed. In this sense, this paper discusses the Eurozone's financial instability, especially the sovereign bond crisis of GIIPS, in light of the Minskyan approach. The paper describes the principal features of the fragility of GIIPS financial structure, as well as the Eurozone financial system's behavior and the Eurosystem's role in dealing with the crisis. It is argued that is possible to understand the GIIPS financial crisis using the Minskyan approach and that the rigidities of the European Monetary Union institutional framework, especially with regard to the loss of monetary sovereignty of the national economies, increased the financial fragility of the GIIPS.

Keywords: PIIGS crisis; Financial instability; Euro; Eurosystem; Minskyan approach.

JEL F3, F5, E5.

* Artigo recebido em 13 de setembro de 2016 e aprovado em 18 de julho de 2017. Os autores agradecem as sugestões dos pareceristas anônimos da revista *Economia e Sociedade*, que contribuíram substancialmente para o melhoramento desse artigo, isentando-os, evidentemente, de eventuais erros e omissões.

** Doutorando em Economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), Campinas, SP, Brasil. E-mail: nicholas.blikstad@gmail.com.

*** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, Brasil. E-mail: giuliano@eco.unicamp.br.

Introdução

O acrônimo “PIGS” foi criado em meados dos anos 1990 pela imprensa internacional para designar os países do sul da Europa, a saber, Portugal, Itália, Grécia e Espanha, que apresentavam maior vulnerabilidade econômica no contexto da intensificação da integração regional europeia. O acrônimo remete pejorativamente a “porcos”, tendo passado a indicar, depois da crise recente na Europa, que o baixo dinamismo desse conjunto de países decorria da adoção de políticas públicas irresponsáveis. Por isso, depois da deflagração da crise na Europa, diante dos efeitos da crise iniciada nos EUA, a partir de 2007-2008, a Irlanda passou a ser incorporada a esse conjunto de países, a fim de contemplar todas aquelas economias com significativos desajustes nas contas públicas. Esse grupo de países, doravante chamados de GIIPS (Greece, Italy, Ireland, Portugal, and Spain) foi duramente afetado pela crise Europeia, tendo experimentado expressivo aumento do endividamento do setor público e forte retração econômica, ainda que em diferentes ritmos e magnitudes.

Nessa perspectiva, esse artigo tem o objetivo de analisar a crise dos GIIPS no contexto do processo de instabilidade financeira que passou a prevalecer em boa parte da Europa ocidental a partir de 2007-2008. Trata-se de uma discussão relevante na medida em que a crise dos GIIPS revelou, de forma contundente, as rigidezes impostas pela atual institucionalidade do Euro, condição que aponta para a necessidade de aperfeiçoamentos dessa arquitetura ainda prevalecente nos países da Eurozona. Sustenta-se que a causa estrutural da crise dos GIIPS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha), deflagrada de forma contundente em 2010, decorreu da combinação entre as limitações impostas pelas rigidezes da institucionalidade da moeda única sobre a política econômica e a instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capital, sob a égide da globalização financeira – ou seja, de finanças globais liberalizadas e desreguladas.

O primeiro elemento é específico dos países membros da zona do Euro, associado ao formato do bloco da moeda única, criada em 1999. No período de bonança essa institucionalidade ensejou a construção de desajustes internos, contribuindo para a evolução das condições para a recessão e para a crise bancária do bloco, com destaque para os seus impactos sobre os GIIPS, a partir de 2007-2008. A crise, por seu turno, trouxe à superfície os problemas derivados da institucionalidade do bloco referentes à inexistência de um prestador de última instância efetivo e de uma autoridade fiscal supranacional efetiva para viabilizar a atuação anticíclica do Estado. Isso fez com que as economias nacionais passassem a desempenhar essas funções, trazendo à tona o problema de um bloco em que os países membros utilizam uma moeda sobre a qual não possuem capacidade autônoma de emissão. Esse processo culminou com a crise dos títulos públicos dos GIIPS, a partir de 2010.

O segundo elemento é característico das economias capitalistas contemporâneas sob a égide da globalização financeira, a saber, sistemas financeiros cada vez mais interconectados, desregulados e liberalizados, condições que potencializam os efeitos desestabilizadores inerentes a um sistema monetário internacional baseado em moedas nacionais e, conseqüentemente, tornam mais frequentes fenômenos de *sudden stops*, de

efeito contágio e os episódios de crises financeiras¹. Na perspectiva Minskiana aqui adotada, as crises financeiras são processadas endogenamente, ao longo das fases de expansão dos negócios, na medida em que a expansão dos negócios vai induzindo a uma deterioração das margens de segurança² dos atores econômicos, tornando a estrutura financeira subjacente às economias capitalistas mais suscetível a processos de fragilização. O que se está procurando destacar é que a existência de mercados financeiros mais interconectados, desregulados e liberalizados concorre no sentido de potencializar os episódios de instabilidade e crises, uma vez que a possibilidade de reversões das condições de financiamento e refinanciamento do sistema se tornam cada vez mais possíveis e frequentes, podendo decorrer de movimentos especulativos ou de estratégias de recomposição dos portfólios por parte dos detentores de riqueza.

A criação da zona do Euro, ao estabelecer uma convenção otimista em relação aos benefícios de adesão à moeda única no que tange à criação de um espaço financeiro unificado, concorreu para interconectar ainda mais os sistemas financeiros nacionais dos países membros. Isso contribuiu para a criação das condições da crise financeira que atingiu o sistema bancário da zona do Euro a partir de 2007-2008, que ficou evidente com a reversão das expectativas, a partir do efeito-contágio sofrido pela Europa diante da crise deflagrada nos EUA.

Entende-se, pois, que a institucionalidade do Euro contribuiu para a recessão e para a crise bancária no bloco mediante a construção de desequilíbrios internos. Nessa perspectiva, o objetivo principal do artigo consiste em discutir as restrições impostas pela institucionalidade do Euro, relacionadas à imposição de limites para a intervenção das instituições supranacionais e dos Estados Nacionais, especialmente em contextos de crise, e como elas concorreram para o aprofundamento da recessão e da crise bancária originada em 2007-2008, culminando na crise dos títulos públicos dos GIIPS, a partir de 2010.

Apenas a partir de 2012 o Banco Central Europeu (BCE) mudou de conduta e passou a atuar como emprestador de última instância, garantindo a sustentação dos preços dos títulos públicos dos GIIPS. Entretanto, argumenta-se que, apesar de a mudança de atuação do BCE, mesmo que de forma tardia e, em muitos casos, tímida, ter sido exitosa no sentido de viabilizar o funcionamento do sistema financeiro da zona do Euro e garantir o pagamento dos rendimentos dos títulos públicos dos GIIPS, as limitações impostas pela institucionalidade do Euro sobre a capacidade de os governos realizarem políticas econômicas anticíclicas não foram superadas. Essa situação torna esses países muito suscetíveis a instabilidades e crises.

Nesse sentido, o artigo está dividido em quatro seções, além dessa introdução e da conclusão. Na seção 1, discute-se como a institucionalidade do Euro resultou em instituições supranacionais sem capacidade de atuação efetiva anticíclica, ao mesmo

(1) Crises financeiras são definidas como: “qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas” (Prates, 2002, p. 3).

(2) As margens de segurança correspondem à diferença entre o fluxo esperado de rendimentos de um dado investimento e fluxo de pagamentos em moeda decorrente do financiamento obtido para realizar o investimento. Sobre a centralidade desse conceito na teoria da instabilidade de Minsky, ver Kregel (1997).

tempo em que impôs restrições à intervenção dos Estados Nacionais. Na seção 2, analisa-se o comportamento do sistema bancário da zona do Euro entre 2000 a 2010, englobando o período de crescimento (2000-2007) e de eclosão da crise bancária, a partir de 2007. Nessa mesma seção, discute-se os efeitos da crise bancária nos GIIPS. Na seção 3, por sua vez, o artigo discorre sobre a crise dos títulos públicos nos GIIPS, a partir de meados de 2010 até 2013. Por fim, analisa-se a forma de atuação do BCE no sistema bancário e no mercado de títulos públicos dos GIIPS.

1 A institucionalidade do Euro e os limites impostos à política econômica

A partir de 1999, com a constituição de uma união monetária mediante a adoção do Euro pelos países membros e, conseqüentemente, a supressão das taxas câmbio nominais internas, a zona do Euro passou a ter uma política monetária única para todo o bloco. Esta passou a ser conduzida pelo Eurossistema³, por meio da liderança de uma instituição supranacional e independente, o Banco Central Europeu (BCE), com os bancos centrais nacionais (BCNs) – também independentes – atuando como “braços operacionais” do BCE.

O Eurossistema tem como atribuições: i) implementar a política monetária, definida pelo BCE e seguida pelos BCNs; ii) gerir as reservas internacionais; iii) conduzir as operações cambiais; e iv) promover o funcionamento do sistema de pagamentos (ISSING et al., 2004, SCHELLER, 2006). Em relação a esse último, um dos pilares do funcionamento do sistema de pagamentos entre os países membros ocorre mediante o TARGET2 (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*), utilizado para liquidar as operações entre os bancos centrais nacionais, as transferências interbancárias de alto valor e outros pagamentos denominados em Euro. Ao estabelecer as conexões entre os bancos centrais nacionais dos países membros e o BCE, bem como daqueles com os seus respectivos sistemas bancários nacionais, o TARGET2 assumiu importância fundamental na administração da crise bancária no bloco europeu, como será analisado.

O BCE tem como único objetivo a manutenção da estabilidade de preços, não sendo designado, de forma explícita, a atuar como prestador de última instância – na contramão da experiência de outros bancos centrais, mesmo de países desenvolvidos (Arestis; Sawyer, 2001, 2011; Farhi, 2014). Trata-se de uma orientação que conflita abruptamente com a proposta de Minsky (1982; 1986) a respeito da atuação não apenas recomendável, mas, sim, necessária, de um banco central em períodos de crise: assumir as funções de prestador de última instância e formador de preços de mercado (*market maker*). Essa forma de estruturação do BCE decorreu tanto da posição conservadora alemã quanto da teoria econômica que legitimou a estruturação do bloco do Euro.

As raízes do conservadorismo da Alemanha na gestão da política monetária certamente se encontram nos problemas enfrentados pelo país ao longo da década de 1920, com a hiperinflação e suas conseqüências. A Alemanha do pós-Segunda Guerra Mundial passou a ter uma preocupação central com a estabilidade de preços,

(3) Termo para designar o BCE e os bancos centrais dos países inseridos na zona do Euro.

subordinando todas as demais políticas e funções do banco central – incluindo a de prestador de última instância – a esse objetivo. Devido ao seu papel de liderança no bloco, consolidado ao longo das décadas de 70 e 80, a Alemanha conseguiu impor seu conservadorismo na constituição do BCE. Dessa forma, a estrutura institucional do BCE é muito próxima a uma cópia da *Bundesbank*, condição necessária para que a Alemanha aceitasse uma instituição supranacional para coordenar a política monetária do bloco do Euro (Eichengreen, 2007)

No que concerne ao referencial teórico, Scheller (2006) e Issing et. al. (2004) discorrem sobre as fundamentações subjacentes a essas atribuições, como a questão da neutralidade da moeda no longo prazo, da importância da independência do banco central e de sua reputação e transparência de suas ações para a credibilidade da política monetária. Essas fundamentações teóricas advêm do Novo Consenso Macroeconômico (NCM)⁴ e, no caso de uma união monetária, da Nova Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (Nova AMO)⁵. Essa sustentação teórica foi essencial para se negligenciar a possibilidade da evolução das condições da crise financeira no setor bancário do bloco europeu, já que, de acordo com essa abordagem, com a taxa de inflação sob controle a estabilidade financeira estaria garantida. Além disso, a Nova AMO também advogava sobre as externalidades positivas da desregulamentação e liberalização financeira dentro do bloco, que eliminariam os fluxos de capitais especulativos. Dessa forma, a atuação do Banco Central como prestador de última instância não seria necessária, devendo, em verdade, ser eliminada, em razão do risco moral.

Ademais, a constituição do bloco do Euro sem a existência de uma instituição fiscal supranacional efetiva também decorre das proposições do NCM e da Nova AMO contra a adoção de políticas de demanda agregada – entre elas, a política fiscal. Segundo esse referencial teórico, essas políticas contribuiriam apenas para um aumento da expectativa futura da inflação, sem impactos sobre a produção e o emprego. Por isso, para seus adeptos, a política fiscal deve ser mantida em âmbito nacional e sujeita a restrições mediante a imposição de regras⁶, de forma a subordiná-la à política monetária (supranacional), na busca do objetivo único de garantir a manutenção da inflação baixa e estável.

Visando passar a mensagem de que não financiaria o endividamento público dos países membros, quando de sua criação, o BCE foi proibido de realizar compras definitivas de títulos públicos federais dos países membros – mesmo nos mercados secundários – em suas operações de mercado aberto, realizando-as somente por meio de operações compromissadas (Lavoie, 2013). Em momentos de crise, contudo, a compra de títulos públicos por parte do banco central nos mercados secundários é essencial para a criação de um piso para os preços desses ativos. Ou seja, essa atuação é fundamental para que o banco central possa exercer a função de *market maker*, tal

(4) Sobre o Novo Consenso Macroeconômico, ver Goodfriend e King (1997) e Snowdon e Vane (2005). Para uma análise crítica, ler Arestis (2007) e Lavoie (2002).

(5) Ver Tavlas (1993).

(6) De que os países não excedessem em 60% do PIB o endividamento bruto do setor público e que não tivessem um déficit público superior a 3% do PIB.

como sugerida por Minsky (1986). Esse problema veio à tona quando da deflagração da crise na zona do Euro, sendo um dos grandes responsáveis pela eclosão da crise da dívida pública dos GIIPS, como será discutido adiante.

Apesar disso, os mercados financeiros assumiram que, caso fosse necessário, o BCE atuaria como prestador de última instância, de modo a evitar o risco sistêmico e, conseqüentemente, a crise. Por isso, a instabilidade financeira na Eurozona se acentuou quando ficou claro que o BCE não iria atuar dessa forma (Farhi, 2014). Arestis e Sawyer (2001) já discorriam sobre a maior propensão a crises financeiras na zona do Euro, com importância fundamental das incertezas em relação à atuação do BCE, quando necessária.

Dessa forma, a estrutura institucional da zona do Euro foi erigida com o BCE não sendo concebido para atuar como prestador de última instância efetiva, ao mesmo tempo em que não foi criada uma instituição fiscal supranacional. No âmbito nacional, o baixo grau de soberania monetária⁷, decorrente do uso de uma moeda não passível de ser emitida pelos bancos centrais nacionais, criou restrições agudas para a implementação de políticas econômicas anticíclicas pelos países do bloco, além de inviabilizar a atuação dos bancos centrais nacionais como prestadores de última instância e *market makers*.

Os países da Eurozona, assim, utilizam uma moeda sobre a qual não possuem o controle de emissão. Isso, por sua vez, condiciona as operações dos Tesouros Nacionais – relacionadas à arrecadação de impostos, à efetivação de gastos e à emissão de dívida pública. Nesse aspecto, Goodhart (1998) argumenta que a institucionalidade do Euro suprimiu o direito de emissão de moeda dos bancos centrais nacionais e restringiu as relações entre o BCE e os Tesouros Nacionais. Destarte, quando da deflagração da crise, diante da impossibilidade de o BCE atuar como prestador de última instância, coube aos Tesouros Nacionais a realização dos resgates dos bancos, ocasionando um enorme problema fiscal. Por isso, afirma Toporowski (2013, p. 572): “*The eurozone has a central bank without a government, governments without central banks and banks without an effective lender of last resort.*”

Ao emitir títulos da dívida pública em uma moeda que não podem emitir, os países da Eurozona não têm a capacidade de monetizar esse passivo, caso necessário⁸ (Hein, 2012). Dessa forma, estabelece-se uma situação em que os Estados Nacionais passam a não ter outra alternativa senão o ajuste deflacionário ou, no limite, o *default* da dívida pública. Essa situação cria severas restrições para a realização de

(7) Para Lavoie (2013), o grau de soberania monetária envolve os seguintes quesitos: 1) a moeda doméstica sendo a unidade de conta; 2) impostos e gastos do governo sendo efetuado nessa unidade de conta; 3) dívida pública emitida na unidade de conta da moeda doméstica; 4) o banco central livre de regulações; e 5) taxa de câmbio flutuante. Como as reservas bancárias e o papel-moeda denominadas em Euro são passivos do BCE – e os BCNs podem apenas requerer a criação de reservas bancárias mediante autorização do BCE –, pode-se afirmar que o monopólio da criação de base monetária está sob o controle do BCE. Dessa forma, ao utilizarem uma unidade de conta em território nacional que é emitida por uma instituição supranacional independente, afirma-se que os países membros não utilizam a moeda doméstica como a unidade de conta. Sobre essa questão, ver também Aglietta (2012).

(8) Sobre as relações Tesouro/Banco Central sob a égide da moeda fiduciária, à luz da crise nos EUA e na Europa, ver Farhi (2014).

política fiscal anticíclica. Esses países, dessa forma, não podem realizar políticas monetária, fiscal e cambial anticíclicas, tornando-se reféns dos mercados financeiros liberalizados e desregulados, suscetíveis aos seus humores. A crise dos GIIPS, a partir de 2010, demonstrou de forma eloquente essa situação.

Dito de outro modo, a institucionalidade do Euro fragilizou substancialmente a relação entre os bancos centrais nacionais e os respectivos Tesouros Nacionais, inviabilizando tanto a o exercício da função de prestador em última instância, por parte dos bancos centrais, como a execução de políticas fiscais expansionistas. Nessa conformação, as operações de salvamento do sistema financeiro tiveram que ser realizadas mediante injeção de recursos fiscais, elevando fortemente o endividamento público desses países, com destaque aos GIIPS. A expressiva elevação do endividamento público desses países, a partir de 2007-2008, juntamente com a impossibilidade de realizar políticas monetária e cambial autônomas, em um contexto de liberalização e desregulamentação financeira, criou as condições para a deflagração da crise dos títulos públicos nos GIIPS, em 2010, como será analisado.

Além dessa dimensão de caráter mais estrutural das insuficiências da institucionalidade do Euro, relacionadas aos limites impostos pela abdicação do exercício das políticas cambial e monetária pelos países-membros, pela inviabilização da relação Banco Central – Tesouro Nacional, decorrente da impossibilidade de financiamento monetário da dívida pública pelos BCNs; e, em última instância, pela ausência de uma unificação política na região, há também, como sustentam Arestis e Sawyer (2011), as falhas relacionadas aos critérios de convergência estabelecidos pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), proposto em 1995 e aprovado em 1997, baseados em critérios nominais; aos diferentes patamares de taxas de câmbio dos países da Eurozona, quando da adoção do Euro, bem como aos déficits e superávits em transações correntes do balanço de pagamentos entre as economias do bloco; aos diferenciais de taxas de inflação entre os países-membros e aos distintos e respectivos mecanismos de aceleração dos preços; e à independência do BCE, que inviabiliza a coordenação entre as políticas monetária e fiscal e, assim, impede o BCE de atuar de forma mais contundente e eficaz junto aos governos nacionais e seus déficits orçamentários.

2 Antecedentes da crise dos GIIPS

A compreensão da crise da dívida pública nos GIIPS, a partir de 2010, requer a análise do período de expansão econômica (2000-2007) e de início das turbulências nos mercados financeiros internacionais e da tendência recessiva do bloco, a partir de 2007-2008, de modo a evidenciar o processo de criação das condições da crise financeira em duas dimensões, a saber, direcionamento dos fluxos internacionais de capital para os GIIPS e interconexões entre o sistema bancário europeu e o sistema financeiro americano.

Em relação à primeira, importa registrar que o direcionamento dos fluxos de capitais dos países centrais para os GIIPS, até 2007-2008, foi influenciado pelas expectativas otimistas dos mercados em relação aos benefícios obtidos por esses países

pela adesão ao Euro. De acordo com a Estratégia de Lisboa, de 1999, doutrina oficial da formação da zona do Euro, a integração financeira criaria um espaço financeiro eficiente, com queda da taxa de juros para os países menos avançados, resultando em maiores possibilidades de investimentos produtivos (Aglietta, 2013; Arestis; Sawyer, 2001). A evolução das posições deficitárias em conta corrente dos GIIPS, ao longo do período de otimismo, era financiada via entrada de recursos financeiros do setor bancário privado dos países centrais da zona do Euro, em que se acreditava que seriam investidos em setores que aumentariam a produtividade e aumentariam as exportações em um momento posterior, o que não ocorreu. De fato, esses recursos foram utilizados pelos países da periferia europeia, predominantemente, para incentivar o consumo e para investimentos no setor imobiliário residencial. Como argumenta Priewe (2012), a noção de que os fluxos de capitais seriam eficientes, não criando desequilíbrios, fez com que o aumento do déficit externo e do endividamento privado dos GIIPS fosse negligenciado.

A adoção do Euro implicou em uma mesma taxa de juros nominal de referência e na supressão da variação do câmbio nominal dentro do bloco. Em um contexto de taxas de inflação diferenciadas entre os países, isso levou a diferentes taxas reais tanto de juros como de taxas de câmbio reais entre os países membros, ou seja, mudanças de preços relativos em relação aos países que integram a periferia da Eurozona, que de resto já possuem níveis de produtividade inferiores aos países do centro da região. Os GIIPS, ao apresentarem taxas de inflação superiores às taxas verificadas nos países centrais, incorreram em apreciação do câmbio real, o que, juntamente com o menor nível de produtividade relativa, concorreu para reduzir ainda mais sua competitividade em relação aos países do centro da região. Isso porque, dada a importância das relações de comércio intrarregionais para os países da Eurozona, essa alteração de preços relativos em desfavor aos países da periferia da região aprofundou as relações de comércio assimétricas entre os países da periferia e do centro do bloco, tornando os GIIPS mais suscetíveis a instabilidade e crises (Arestis; Sawyer, 2011; Diniz; Jayme jr., 2013; Bresser-Pereira; Rossi, 2015; Oliveira; Wolf; Palludeto, 2016).

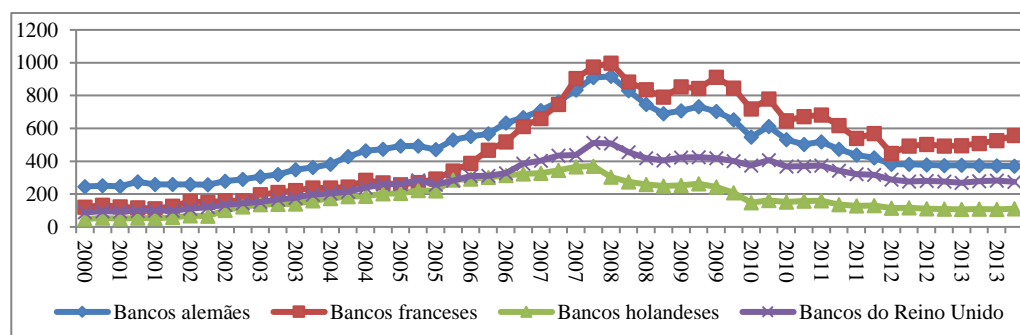
A segunda dimensão se refere às interconexões do sistema bancário europeu com o sistema financeiro americano, as quais contribuíram diretamente para os efeitos adversos da crise iniciada nos EUA sobre o sistema bancário europeu, ensejando uma fuga de capitais dos GIIPS. Esse processo, além de ocasionar a crise bancária nos GIIPS, concorreu também para a dinâmica deflacionária no bloco, criando dificuldades adicionais para se lidar com a crise bancária e levando à crise dos títulos públicos nos GIIPS, a partir do início de 2010.

Com a constituição da zona do Euro, em 1999, ocorreu uma rápida convergência entre as taxas de juros nominais dos títulos públicos de longo prazo dos GIIPS e as taxas dos países centrais da Eurozona. As taxas de juros dos GIIPS convergiram para o nível das taxas de juros da Alemanha, padrão de referência dos rendimentos dos títulos públicos para a zona do Euro. Isso ocorreu devido à convenção criada de que, ao se adotar a mesma moeda, os títulos públicos dos países membros teriam características similares – percepção esta, vale registrar, que se mostrou equivocada com a deflagração

da crise. Em termos práticos, esse processo concedeu aos GIIPS – tanto para o setor público quanto para o privado – a vantagem da emissão de dívidas a partir de uma moeda comum, em condições bastante atrativas, durante o período de bonança (Belluzzo, 2013; Oliveira; Deos; Wolf, 2012).

Com a criação do Euro, pela primeira vez na história, passou-se a acreditar que existiria um verdadeiro mercado de capitais na Europa e, mais especificamente, na Eurozona, intensificando os fluxos de capitais entre os países. De fato, a adoção da moeda única, a eliminação das barreiras entre os mercados de capitais nacionais e o processo de convergência das taxas de juros do longo do período de bonança desencadearam um forte afluxo de capitais dos países centrais da Europa para os GIIPS antes do início da crise, como pode ser visto no Gráfico 1, movimento este que intensificou a integração financeira do bloco. Isso, entretanto, ao longo do período de expansão, criou as possibilidades da crise bancária na região (EEAG, 2011), o que se tornou evidente a partir de 2007-2008, com a reversão dos fluxos de capitais.

Gráfico 1
Exposição dos bancos de países centrais selecionados nos GIIPS
– em bilhões de dólares correntes (2000-2013)



Fonte: BIS. Elaboração própria.

A Tabela 1 mostra a variação média mensal do balanço contábil das instituições financeiras monetárias⁹ (IFMs) da zona do Euro, excluindo o Eurossistema, ao longo do período de expansão (2000-2007) e durante a crise global (2007-2010), até o início da crise dos títulos públicos nos GIIPS. Em relação ao período anterior a 2007, de alta liquidez internacional e expectativas otimistas, houve expansão dos ativos e passivos das IFMs (excluindo o Eurossistema) da zona do Euro, com variação média positiva das diversas contas, com destaque não apenas para os empréstimos para as Instituições Financeiras Não-Monetárias (IFNMs), como também para a aquisição de ativos e passivos externos, denotando um alto grau de integração financeira entre as instituições financeiras da região.

(9) De acordo com o BCE, o conceito de Instituições financeiras monetárias engloba o Eurossistema, as instituições de crédito residentes e outras instituições financeiras que recebem depósitos ou substitutos próximos, como os fundos de mercados monetários.

Tabela 1

Balço agregado das Instituições Financeiras Monetárias (IFMs) da zona do Euro, excluindo o Eurossistema – variação média mensal em cada período – em bilhões de euros (2000-2010)

	Dez 00/jun 07	jul 07/jun 08	Jul 08/Jun 10		Dez 00/jun 07	jul 07/jun 08	Jul 08/Jun 10
	ATIVO				PASSIVO		
Depósitos de IFNMs	47	80	14	Depósitos de IFNMs	40	84	40
Emprést. para IFM	23	61	9	Depósitos de IFMs	24	60	11
Títulos do GOV	3	-5	15	Títulos de dívida emitidos	23	24	8
Ativo Externo	37	1	-13	passivos externos	28	29	-14
Outros ativos	13	28	29	outros passivos	17	23	21
Ativo Total	147	235	72	Passivo total	147	235	72

Notas: Operações financeiras entre os países membros são consideradas como ativos e passivos externos. Outros ativos incluem aquisição de dinheiro.

Fonte: Allen e Moessner (2012) e BCE.

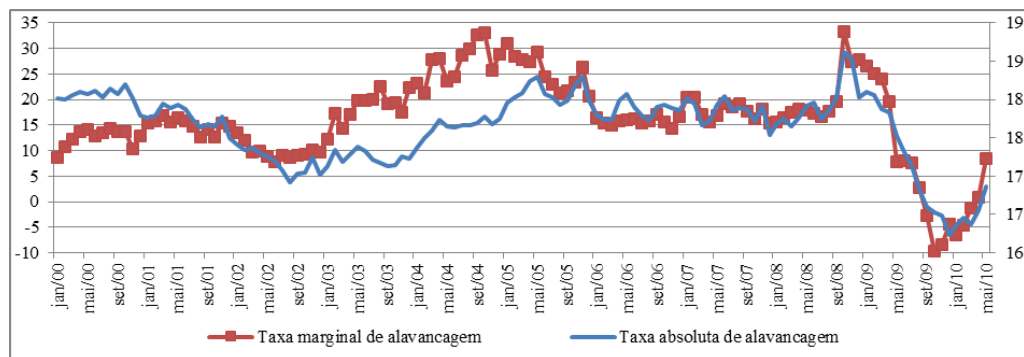
Nesse período de expansão econômica, a competição entre os bancos dos países centrais e o aprofundamento da integração financeira do bloco resultaram em um forte afluxo de capitais para os GIIPS (Gráfico 1), financiando a expansão acelerada do consumo e dos investimentos no setor imobiliário e no setor de serviços desses países, como será analisado adiante. Por isso, como mostra o Gráfico 2, entre 2003 e meados de 2005, tanto a taxa absoluta de alavancagem como, sobretudo, a taxa marginal de alavancagem das IFMs da zona do Euro aumentaram¹⁰, evidenciando a forte expansão das operações ativas do conjunto dessas instituições (excluindo o Eurossistema) relativamente ao seu capital e reservas no período anterior à crise. Com a deflagração da crise, por sua vez, verificou-se expressiva desalavancagem, como mostra a redução abrupta desses dois indicadores a partir do quarto trimestre de 2008.

Mas antes de discutir o período de turbulências nos mercados financeiros internacionais, a partir de 2007, é importante assinalar que, ao contrário do que argumentavam as autoridades europeias, o próprio comportamento do sistema bancário europeu foi essencial para a eclosão da crise do *subprime* dos EUA, haja vista as relevantes posições ativas dos grandes bancos europeus no *Shadow Banking System* americano¹⁰, financiadas por fundos monetários atacadistas daquele país. Dessa forma, os efeitos da crise financeira global sobre a Europa, com epicentro nos EUA, não podem ser considerados como simples choques externos, diante da interconectividade entre os grandes bancos europeus e o *Shadow Banking System* americano (Bibow, 2012; Borio; Disyatat, 2012; Shin, 2012).

(10) Conjunto de atores que possuem empréstimos alavancados sem acesso a seguros de depósitos e aos recursos do Banco Central, ou seja, instituições não-bancárias que funcionavam como bancos, realizando operações ativas de longo prazo a partir de operações passivas de curto prazo. Sobre o *Shadow Banking System*, ver Prates e Farhi (2015) e Cintra e Farhi (2008).

Gráfico 2

Taxa marginal (esquerda) e absoluta (direita) de alavancagem das Instituições Financeiras Monetárias (IFMs) da zona do Euro, excluindo o Eurossistema (2000-2010)



Taxa marginal de alavancagem = Razão entre a variação anual do total de ativos e a variação anual do total de capital e reservas. **Taxa absoluta de alavancagem** = Total de ativos em relação ao total de capital e reservas.

Fonte: BCE. Elaboração própria.

Na Tabela 1, o segundo período (2007-2010) pode ser dividido em dois, sendo separados pela quebra do banco de investimento americano Lehman Brothers, em setembro de 2008. Em um primeiro momento, de agosto de 2007 até setembro de 2008, com o início das turbulências dos mercados financeiros internacionais, percebe-se, se comparado com o período anterior, uma forte desaceleração na aquisição de ativos externos por parte das IFMs (excluindo o Eurossistema) da zona do Euro, reflexo do início do processo de reversão dos fluxos de capitais para os GIIPS. Em relação ao nível de alavancagem absoluta e marginal, persistiu a relativa estagnação desses indicadores, iniciada no início de 2006, depois do recuo em relação ao momento imediatamente anterior, indicando menor predileção ao risco pelas IFMs, exclusive Eurossistema, antes mesmo da deflagração da crise. Após a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, até o fim de 2009, verificou-se uma forte retração das taxas absoluta e marginal de alavancagem (Gráfico 2), evidenciando o processo de desalavancagem dessas instituições.

No segundo subperíodo, entre julho de 2008 e junho de 2010, a estratégia das IFMs (excluindo o Eurossistema) da zona do Euro, pelo lado do ativo, pode ser sintetizada como: 1) intensa diminuição da exposição externa, com redução da posse desses ativos; 2) forte redução da taxa de crescimento da concessão de empréstimos, tanto para outras IFMs (excluindo o Eurossistema) como para outros setores, com efeitos negativos para o consumo e o investimento; e 3) aumento dos ativos considerados de maior liquidez, mantendo o ritmo de crescimento da posse de outros ativos (incluindo ativos monetários) e aumentando a posse de títulos públicos dos países membros da zona do Euro. No que diz respeito ao lado do passivo, por seu turno, houve uma tendência de redução da participação do financiamento com passivo externo, bem

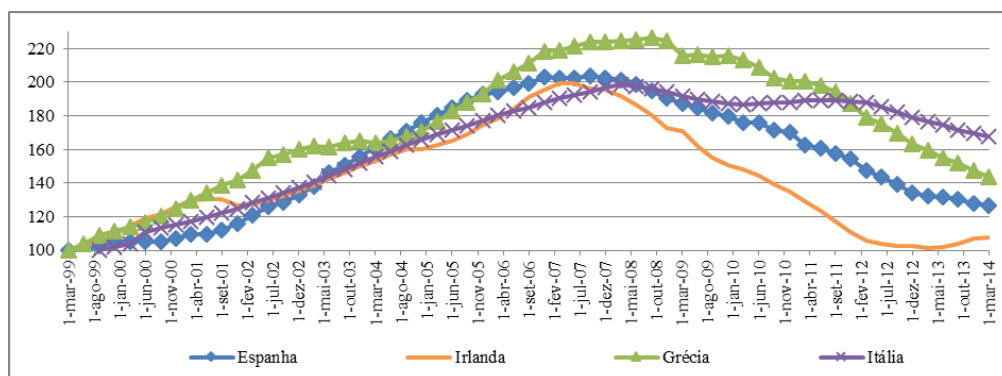
como de diminuição da taxa de crescimento da emissão de títulos de dívida, denotando um aumento da incerteza em relação aos agentes que financiavam esses bancos, já que os títulos possuem um período de maturação superior aos depósitos (Tabela 1). Percebe-se, portanto, um comportamento defensivo do sistema bancário no período anterior à crise dos títulos públicos nos GIIPS, entre final de 2008 e início de 2010.

A reversão dos fluxos de capitais nos GIIPS, desencadeada pela posição defensiva dos bancos europeus frente à deflagração da crise nos EUA e pelo congelamento dos mercados monetários globais a partir de 2007-2008 (Gráfico 1), trouxe à superfície as fragilidades do sistema bancário nesses países, processadas ao longo do período de expansão. O comportamento dos GIIPS no período de aceleração do ritmo de acumulação pode ser dividido em dois grupos de países, como proposto por Hein (2012), sendo que ambos foram estimulados, predominantemente, pelo consumo, com papel essencial do setor de construção civil. O primeiro grupo de países engloba Grécia, Espanha e Irlanda, com o consumo sendo puxado pelo aumento do endividamento privado. O segundo, por sua vez, envolve Itália e Portugal, com uma importância menor do endividamento privado.

Como mostra o Gráfico 3, ocorreu um intenso aumento dos preços dos imóveis residenciais nos GIIPS entre 1999 e meados de 2007-2008, o que contribuiu para o aumento do consumo, induzido pelo efeito riqueza, e do investimento no setor imobiliário. A partir de 2007-2008, com o início das turbulências nos mercados financeiros internacionais, houve uma reversão dessa tendência, com forte deflação dos preços dos imóveis residenciais, impactando negativamente no desempenho das economias.

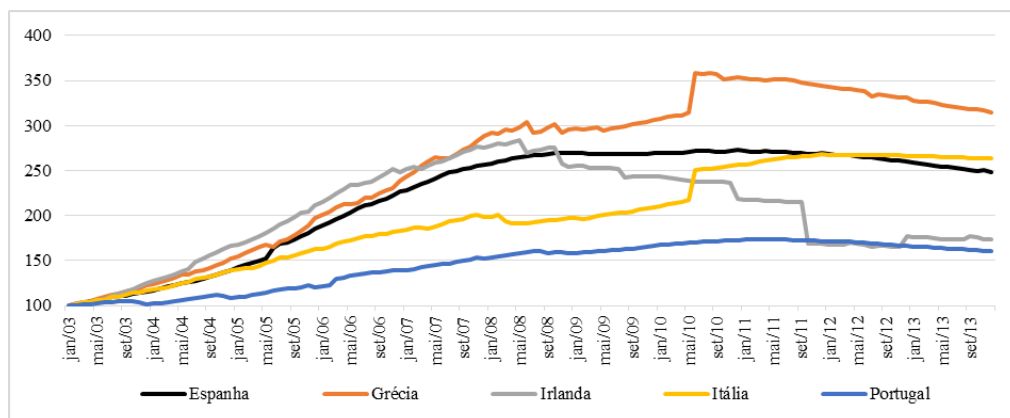
A substancial elevação do crédito foi fundamental para a valorização nos preços dos imóveis residenciais durante o período de expansão econômica (Gráficos 3 e 4). Grande parte desses empréstimos possuía como garantia os próprios imóveis adquiridos pelas famílias. Além disso, mas não menos importante, muitas famílias hipotecaram suas residências de forma a adquirir novos empréstimos, disponibilizando como garantia os próprios imóveis, de maneira a aumentar o consumo. Enquanto os preços dos imóveis aumentaram, esse circuito funcionou de forma satisfatória. Quando interrompido, contudo, o círculo virtuoso de inflação de ativos e aumento dos gastos se transformou em um círculo vicioso, ou seja, de deflação de ativos e contração das decisões de gasto dos atores econômicos.

Gráfico 3
Variação dos preços dos imóveis residenciais – 1999=100 (1999-2014) *



* Não há dados disponíveis para Portugal.
Fonte: *The Economist*. Elaboração própria.

Gráfico 4
Estoque de empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias (excluindo o Eurossistema) do país para aquisição de imóveis residenciais, janeiro de 2003 = 100

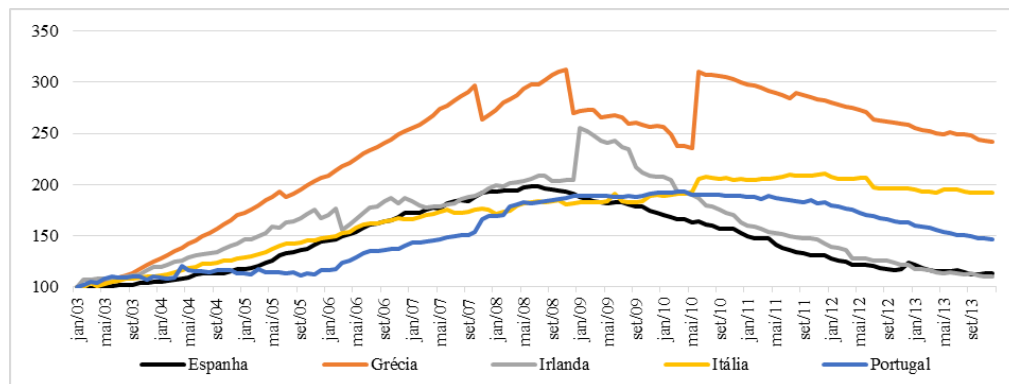


* As elevações expressivas do estoque de empréstimos destinados à aquisição de imóveis residenciais no caso da Irlanda, novembro de 2008, e da Itália, em maio de 2010, decorreram, respectivamente, do socorro do governo irlandês ao sistema bancário e da aprovação de um programa do governo visando a manutenção da estabilidade financeira.
Fonte: BCE. Elaboração própria.

A reversão dos fluxos de capitais, a partir de 2008, com destaque para os países com o consumo puxado predominantemente pelo endividamento, dificultou o refinanciamento da posição das famílias tanto para o consumo (Gráfico 5) como para a aquisição de imóveis residenciais, em um contexto de forte desvalorização dos preços dos imóveis (Gráfico 3) – utilizados como colaterais das operações de crédito pelas famílias. Isso, associado à contração da demanda efetiva, elevou a inadimplência. Conseqüentemente, os bancos começaram a sofrer desvalorização de seus ativos e perdas, congelando e/ou retraindo a oferta de crédito (Gráficos 4 e 5), devido à deterioração do estado geral de expectativas e, conseqüentemente, do aumento do grau de preferência pela liquidez dessas instituições. Os bancos também passaram a ter

crecentes dificuldades para financiar os seus passivos por meio dos mercados monetários atacadistas, condição que concorreu para intensificar a crise bancária. A expressiva redução dos preços dos imóveis exacerbou o efeito-riqueza adverso sobre o consumo das famílias, resultando em perdas adicionais para os bancos.

Gráfico 5
Estoque de empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias
(excluindo o Eurossistema) do país para consumo, janeiro de 2003 = 100 *



* Os abruptos aumentos do estoque de empréstimos para o consumo no caso da Irlanda, em novembro de 2008, e da Grécia, em maio de 2010, estão associados, respectivamente, ao socorro do governo irlandês ao sistema bancário e ao empréstimo da Troika para a Grécia. No caso da Itália, em maio de 2010, foi aprovado um programa do governo visando a manutenção da estabilidade financeira.

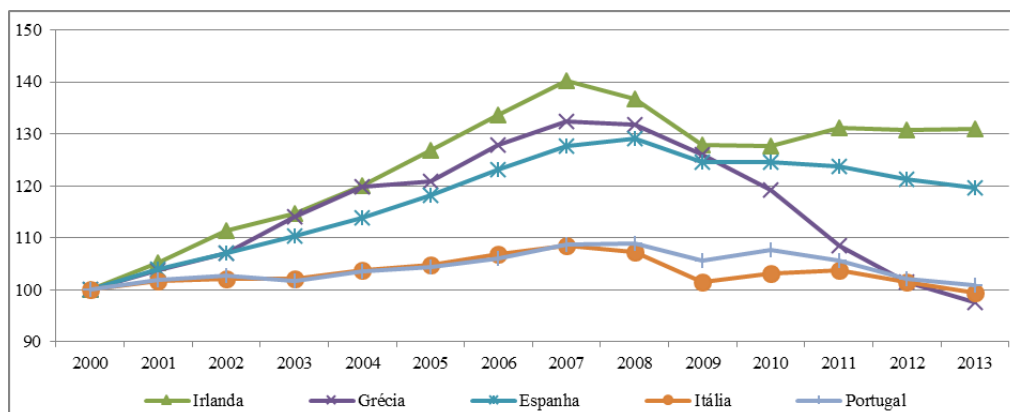
Fonte: BCE. Elaboração própria.

O Gráfico 6 mostra o PIB real dos GIIPS ao longo do período de expansão dos negócios (2000-2007) e depois da crise, a partir de 2008. Devido ao expressivo aumento do endividamento, corroborado pelos fluxos de capitais que se direcionavam para esses países, Grécia, Espanha e Irlanda tiveram uma taxa de crescimento superior ao da Itália e de Portugal no primeiro período. A partir de 2008, com a reversão dos fluxos de capitais e a crise bancária, o PIB dos GIIPS passou a sofrer contração, com destaque para a Grécia. A própria recessão, ao induzir a deflação dos preços, intensificou a crise bancária, na medida em que tornou ainda mais difícil o pagamento das obrigações pelos mutuários, criando um círculo vicioso entre liquidação de dívidas e deflação de preços de ativos e de bens e serviços¹¹.

Se ao longo do período de expansão o endividamento público bruto em relação ao PIB dos GIIPS se manteve relativamente estável, até com uma queda no caso da Espanha e da Irlanda, com o efeito-contágio da crise dos EUA e, a seguir, com a crise bancária e o aprofundamento da recessão, verificou-se elevação expressiva desse indicador (Gráfico 7). Devido à falta de uma instituição fiscal supranacional efetiva e da relutância do BCE em atuar como emprestador de última instância, os Estados Nacionais tiveram de intervir, com a socialização de prejuízos privados resultando no aumento do endividamento público bruto.

(11) Sobre a relação entre liquidação de dívidas e deflação, ver Fisher (1933).

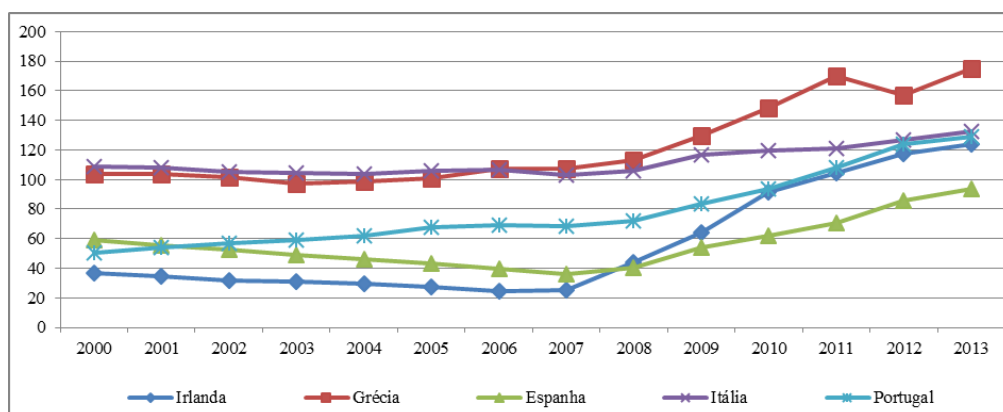
Gráfico 6
 PIB real (2000=100) GIIPS (2000-2013)



Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Esse aumento da relação entre endividamento público e PIB dos GIIPS ocorreu por quatro vias principais, a saber: 1) atuação dos estabilizadores automáticos em um contexto de recessão; 2) queda das receitas, devido à queda do crescimento; 3) operações de salvamento para o setor privado; e 4) a queda do PIB, por si só, que já aumenta o indicador em questão, ao reduzir o denominador. Isso contribuiu para o aumento das dívidas em relação à viabilidade dos títulos públicos dos GIIPS que, a partir de 2010, trouxe à superfície os problemas oriundos da ausência de autonomia monetária por parte dos países que integram a zona do Euro, desencadeando a crise da dívida pública desses países.

Gráfico 7
 Endividamento bruto do governo geral (critério de Maastricht) em % do PIB, GIIPS



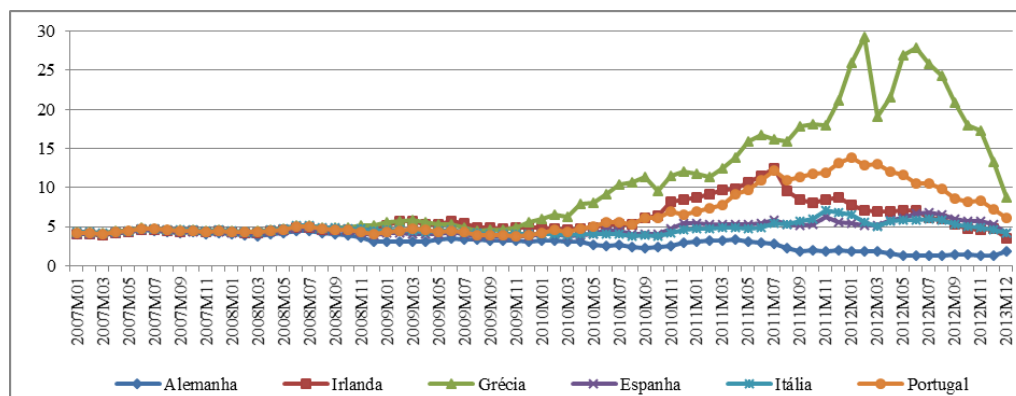
Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

3 A crise dos títulos públicos nos GIIPS

A partir do início de 2010 foi iniciada a crise da dívida pública dos GIIPS. Quando a crise bancária atingiu os títulos públicos da Grécia, entre o final de 2009 e o

início de 2010¹², a impossibilidade de os governos nacionais garantirem o preço dos títulos públicos, somada à postura conservadora do BCE, desencadeou uma crise de liquidez no mercado de negociação desses ativos, intensificando ainda mais a crise bancária no bloco europeu. A possibilidade de que os títulos públicos dos GIIPS não fossem honrados pelos governos nacionais e que estes não contariam com auxílios efetivos das instituições supranacionais europeias levou à queda dos seus preços e ao aumento das taxas de juros, com efeitos altamente adversos sobre o sistema bancário, a economia e as condições de endividamento público dos GIIPS (De Grauwe, 2011). Como mostra o Gráfico 8, especialmente a partir de 2010 ocorre um descolamento do rendimento dos títulos públicos de longo prazo dos GIIPS relativamente aos papéis de igual maturidade da Alemanha, com destaque à Grécia.

Gráfico 8
Rendimento dos títulos públicos de longo prazo (10 anos), GIIPS e Alemanha, em % a.a. (2007-2013)



Fonte: BCE. Elaboração própria.

Os derivativos de crédito também contribuíram para aprofundar a crise dos títulos públicos dos GIIPS. A redução dos preços desses ativos estimulou a demanda por cobertura de seguros, evidenciado pelo aumento do prêmio de risco. Isso estimulou o crescimento do mercado de *Credit Default Swaps* (CDS) dos títulos públicos dos GIIPS. De fato, nos períodos de maior instabilidade, inverteu-se a forma como são determinados esses prêmios de risco, pois enquanto nos tempos de normalidade esses instrumentos refletem o risco de crédito, nas crises eles passam a causar a elevação desses riscos. Como o CDS corresponde à compra de um seguro contra o risco de crédito de determinado ativo, os detentores dos CDS relativos aos títulos dos governos dos GIIPS passaram a apostar no *default* das dívidas públicas desses países, potenciando o aumento dos riscos e das taxas de juros (Aglietta, 2012; Belluzzo, 2013).

(12) A revisão das contas públicas da Grécia, realizada pelo novo governo grego, em 2009, foi determinante para suscitar dúvidas dos mercados em relação à capacidade de o governo honrar os títulos públicos do país, o que acabou contagiando outros países da região, como Espanha, Portugal, Irlanda e Itália.

Dessa forma, a crise dos títulos públicos dos GIIPS intensificou ainda mais a crise bancária da zona do Euro, devido à elevada exposição dos grandes bancos europeus nesses papéis. Com a queda abrupta de seus preços e a diminuição do *rating* desses papéis, houve uma desvalorização dos ativos dos bancos e, assim, maior dificuldade para essas instituições captarem recursos nos mercados e, até mesmo, via BCE, já que os títulos públicos dos GIIPS começaram a ter problemas para serem utilizados como colaterais. Dessa forma, os grandes bancos europeus passaram a enfrentar maiores dificuldades de captação nos mercados financeiros internacionais (Freitas, 2011; Flassbeck; Lapavitsas, 2013), principalmente no segundo semestre de 2011, gerando grandes incertezas quanto à robustez e à viabilidade do funcionamento do sistema bancário da zona do Euro.

A Tabela 2 mostra os títulos públicos em posse de não-residentes em percentual do estoque total para países selecionados da zona do Euro, dentre os quais os PIIGS. Pode-se verificar um aumento da participação dos não-residentes nesses títulos, entre 2000 e 2008, período em que os *spreads* dos rendimentos desses papéis, em relação ao alemão, eram muito baixos (Gráfico 8). Esses diferenciais passaram a aumentar, mesmo que de forma tímida, a partir de 2008. Entretanto, foi com a eclosão da crise dos títulos públicos nos GIIPS, a partir do início de 2010, que esses *spreads* passam a sofrer elevações significativas. Nesse período de evolução da crise no bloco europeu, desde 2008, ocorreu uma tendência de diminuição da participação da posse de títulos públicos dos GIIPS pelos investidores estrangeiros, ao mesmo tempo em que houve um aumento da aquisição de títulos públicos alemães por não-residentes (Tabela 3), denotando um claro movimento de fuga para a qualidade dos investidores internacionais, como evidenciado pela queda dos rendimentos dos títulos públicos alemães ao longo da crise (Gráfico 5). Esses dois movimentos, além de relacionados, revelaram a existência de vários euros na Eurozona (Oliveira; Deos; Wolf, 2012).

Ao mesmo tempo em que ocorria uma diminuição das exposições dos bancos dos países centrais da Europa em títulos públicos dos GIIPS, a composição da dívida pública do governo federal dos GIIPS também passou a sofrer mudanças com a crise, com destaque para a Grécia, Irlanda e Portugal. No Gráfico 9, constata-se, a partir do final de 2009 e início de 2010, uma diminuição da participação dos títulos públicos (ativos negociáveis nos mercados secundários) e um aumento da participação dos empréstimos¹³ (ativos não negociáveis) no endividamento total da Irlanda, da Grécia e

(13) Incluindo os empréstimos concedidos pela Troika (BCE, FMI e Comissão Europeia) nas operações de resgate financeiro destinadas aos GIIPS. Somado à atuação do Eurosystema, a *Troika* concedeu pacotes de resgate financeiro para os GIIPS, com o intuito de manter a estabilidade financeira da zona do Euro. Esses mecanismos foram criados com o objetivo de conceder auxílio financeiro, por meio de empréstimos, para os Estados Nacionais da região (Gros; Schoemaker, 2014). Foram concedidos pacotes de resgate financeiro para os GIIPS da seguinte forma: i) para a Grécia, em maio de 2010 e em fevereiro de 2012; ii) para a Irlanda, em dezembro de 2010; iii) para Portugal, em maio de 2011; e iv) para a Espanha, em junho de 2012.

de Portugal. Esse movimento duplo, de diminuição da participação de não-residentes no estoque de títulos públicos e de redução da participação dos títulos públicos no endividamento bruto público desses países, sugere um comportamento defensivo por parte dos bancos, que diminuíram a disposição em absorver títulos públicos dessas economias em seus ativos. Isso evidencia ainda mais a importância dos resgates financeiros da Troika, mediante concessão de empréstimos, para a manutenção da estabilidade financeira na zona do Euro, garantindo a solvência do setor público desses países, diante da impossibilidade de realização de política monetária autônoma pelos BCs das economias da Eurozona. Não obstante, a Troika, ao condicionar a concessão desses empréstimos emergenciais à adoção de reformas estruturais, dificultou a retomada do crescimento a partir de políticas fiscais anticíclicas por parte dos GIIPS, de resto já praticamente inviabilizadas pela transfiguração da dívida privada em dívida pública decorrente das políticas de salvamento realizadas pelos Tesouros Nacionais desses países.

Tabela 2
Títulos públicos em posse de não residentes, países selecionados da zona do Euro
– em % do estoque total (2000-2014)

País	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014
Espanha	43%	47%	49%	51%	46%	42%	33%	36%
Portugal	54%	66%	70%	74%	77%	64%	66%	
Irlanda		66%	79%	85%	91%	82%	72%	52%
Itália	41%	40%	43%	51%	48%	46%	37%	37%
Alemanha	36%	39%	40%	46%	52%	54%	60%	62%
Holanda				68%	81%	70%	64%	
França	28%	39%	43%	56%	59%	59%	55%	65%

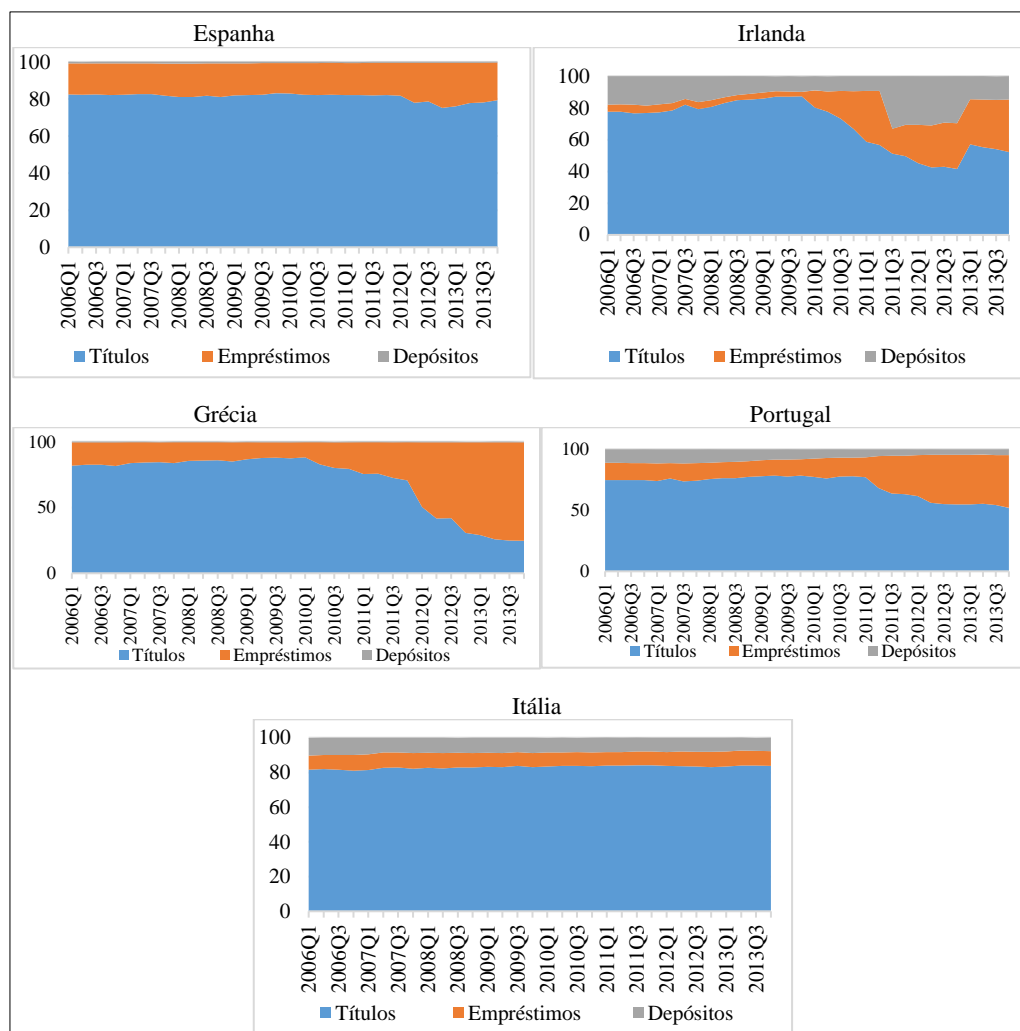
Fonte: Bruegel database. Elaboração própria.

Uma análise mais aprofundada do comportamento das IFMs (excluindo o Eurossistema) da zona do Euro revela que o período posterior ao início da crise dos títulos públicos dos GIIPS pode ser dividido em quatro fases (Tabela 3). Na primeira, de meados de 2010 até meados de 2011, ocorreu uma deterioração da confiança entre as IFMs (excluindo o Eurossistema), evidenciada pela queda dos empréstimos para IFMs, pelo lado do ativo, e pela redução de recebimento de depósitos de outras IFMs¹⁴, pelo lado do passivo. A desconfiança em relação à qualidade dos títulos públicos dos GIIPS e seus efeitos no sistema bancário resultaram em uma redução líquida dos ativos das IFMs (excluindo o Eurossistema). Também pode ser verificada a continuidade da tendência do período anterior, a saber, de redução da exposição externa das IFMs, com uma diminuição da retenção de ativos externos em seus portfólios.

(14) Nesse caso, inclui as operações do Eurossistema, já que os ativos totais das IFM (excluindo o Eurossistema), incluem operações destas com o Eurossistema.

Gráfico 9

Composição da dívida pública do governo federal dos GIIPS – participação de títulos, empréstimos e depósitos em relação ao total (2006-2013)



Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Tabela 3

Balanco agregado das instituições financeiras monetárias (IFMs) da zona do Euro, excluindo o Eurossistema – variação média mensal em cada período – em bilhões de euros (2010-2013)

	Jul 10/Jun 11	Jul 11/Dez 11	Jan 12/Jun 12	Jul 12/Dez 13		Jul 10/Jun 11	Jul 11/Dez 11	Jan 12/Jun 12	Jul 12/Dez 13
	ATIVO					PASSIVO			
Emprést. para IFNMs	21	-12	5	-37	Depósitos de IFNMs	33	18	17	3
Emprést. para IFM	-65	131	30	-62	Depósitos de IFMs	-77	133	50	-62
Títulos do GOV	-11	-12	39	6	Títulos de dívida emitidos	-8	24	-3	-38
Ativo Externo	-26	-8	8	-26	passivos externos	-45	-32	15	-45
Outros ativos	21	243	55	-83	outros passivos	4	224	40	-80
Ativo Total	-77	361	129	-222	Passivo Total	-77	361	129	-222

Nota: Operações financeiras entre os países membros são consideradas como ativos e passivos externos.

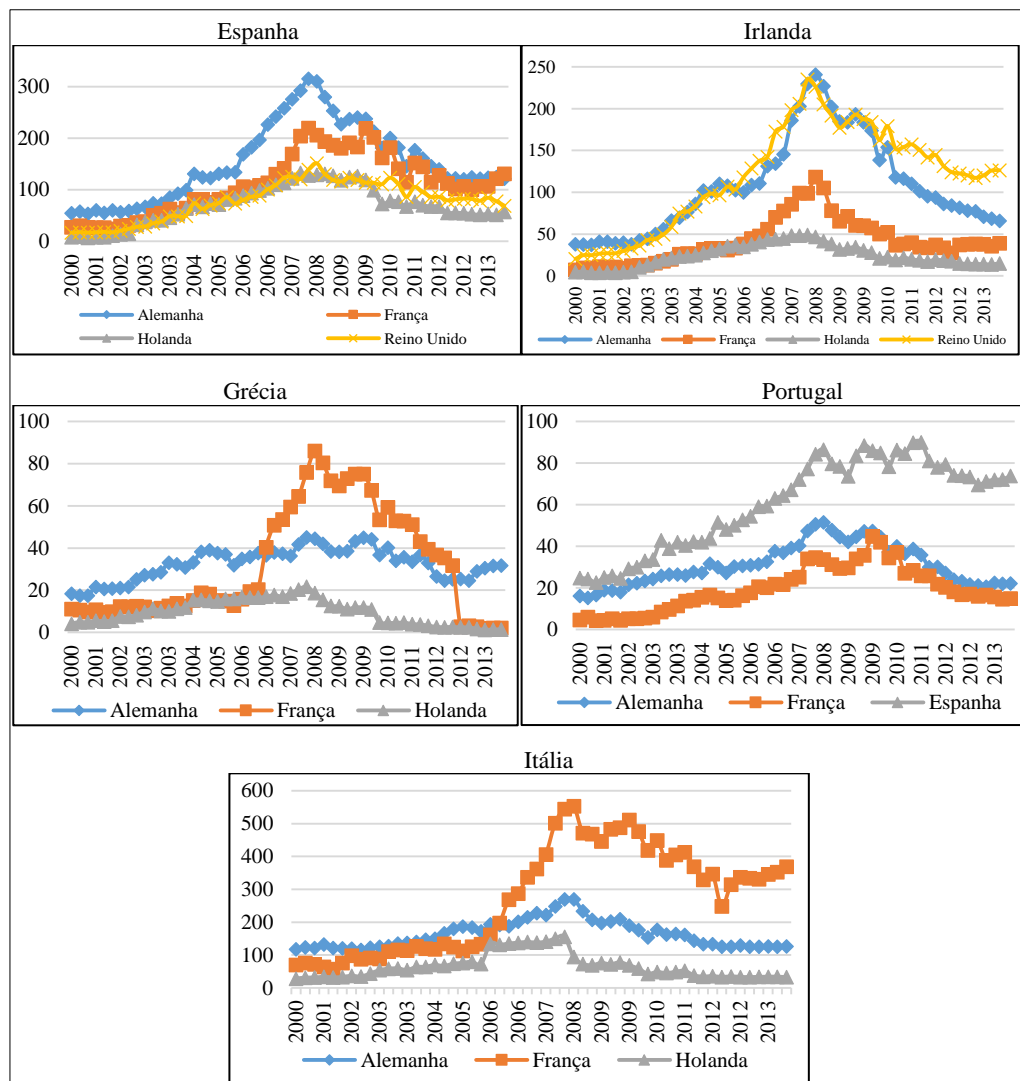
Outros ativos incluem aquisição de dinheiro.

Fonte: Allen e Moessner (2012) e BCE.

A segunda fase, referente ao segundo semestre de 2011, foi marcada pela intensificação da crise dos títulos públicos nos GIIPS, com destaque para a Grécia. Isso levou à diminuição da exposição dos *Prime Money Market Funds* (PMMF) – mercados monetários atacadistas americanos, grandes financiadores dos bancos europeus – em relação aos bancos da zona do Euro que detinham exposições consideráveis em títulos públicos da Grécia, como era o caso dos bancos franceses, por exemplo. Essa exposição dos PMMF na zona do Euro caiu de 30% para 10%, entre maio de 2011 e janeiro de 2012 (Gráfico 11), o que, por sua vez, ensejou uma redução ainda maior das posições dos bancos franceses em títulos públicos da Grécia, tornando-se praticamente nula ao longo do primeiro semestre de 2012 (Gráfico 10). Entrementes, nesse interregno, a parcela dos ativos dos *Prime Money Market Funds* se manteve praticamente constante no restante da Europa exclusive Eurozona, evidenciando a desconfiança dos bancos que detinham posições em títulos públicos gregos, o que não era o caso do Reino Unido, que detinha exposições consideráveis apenas em títulos públicos da Espanha e da Irlanda. Além disso, mas não menos importante, no segundo semestre de 2011 ocorreu um aumento dos empréstimos às IFMs (excluindo o Eurossistema), além dos depósitos, o que em grande parte ocorreu mediante a forte expansão das operações de injeção de liquidez do Eurossistema, como será visto.

A terceira fase, por seu turno, correspondente ao primeiro semestre de 2012, ainda foi marcada pelo efeito do aumento do balanço das instituições financeiras monetárias (IFMs) da zona do Euro, mas em ritmo inferior ao registrado na fase anterior. Verificou-se, contudo, uma mudança dos fatores condicionantes dessa elevação: enquanto na segunda fase o aumento decorreu dos empréstimos às IFMs (excluindo o Eurossistema) e, sobretudo, dos outros ativos, na terceira fase a elevação, embora em menor magnitude, decorreu do resultado positivo em todas as contas do ativo (Tabela 3). Do lado do passivo, por sua vez, chama a atenção o recuo da intensidade do aumento dos depósitos das IFMs e dos outros passivos, assim como a retração dos títulos de dívida emitidos, que apresentaram variação média negativa.

Gráfico 10
Exposição dos bancos (de países selecionados) nos GIIPS – em bilhões de dólares correntes (2000-2013)



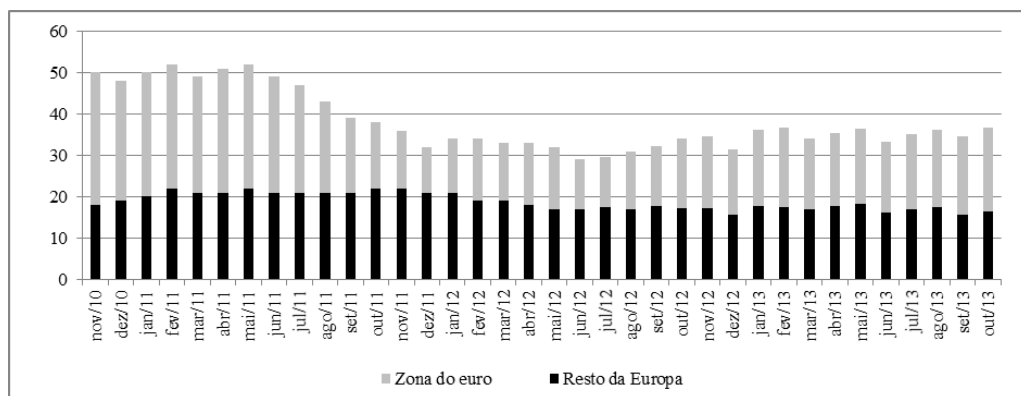
Fonte: Bank for International Settlements. Elaboração própria.

A quarta fase, por fim, compreende o intervalo entre julho de 2012 e dezembro de 2013. A partir do segundo semestre de 2012, diante das ações do BCE e das declarações de seu presidente, Mario Draghi, para acalmar os mercados e, dessa forma, atenuar a crise dos títulos públicos nos GIIPS; dos efeitos das operações de mercado aberto de injeção de liquidez no final de 2011 e início de 2012; e das operações de resgate financeiro da Troika para os GIIPS, a intensidade da crise bancária e as possibilidades de contágio da crise dos títulos públicos nos GIIPS para o sistema bancário foram atenuadas. Não foram, contudo, superadas, diante da relutância da Alemanha em permitir uma atuação mais ampla e, dessa forma, ainda mais incisiva da

autoridade monetária única, vale dizer, do BCE. Não evitaram, ademais, a queda do valor dos ativos das IMFs, evidenciada pela variação média negativa de todas as contas do ativo, com exceção apenas da conta dos títulos do governo.

Gráfico 11

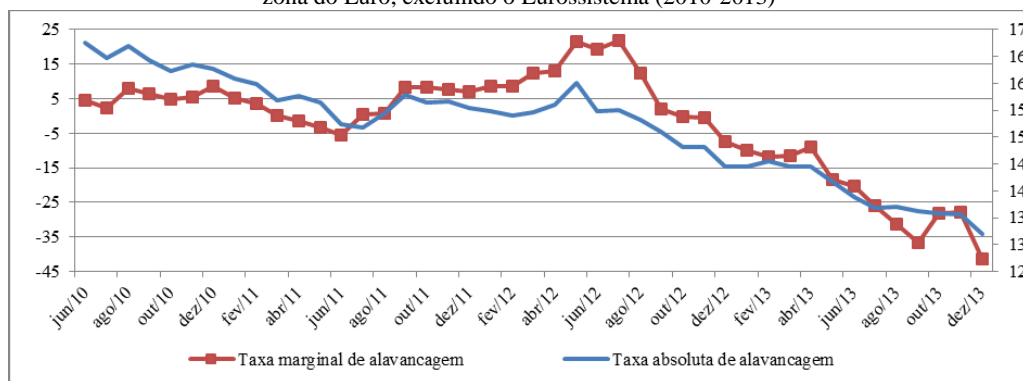
Títulos emitidos em posse dos *Prime Money Market Funds* na zona do Euro e no restante da Europa, em % do ativo total dos fundos (2010-2013)



Fonte: Investment Company Institute. Elaboração própria.

Gráfico 12

Taxa marginal (esquerda) e absoluta (direita) de alavancagem das Instituições Financeiras Monetárias da zona do Euro, excluindo o Eurossistema (2010-2013)



Taxa marginal de alavancagem = Variação anual do total de ativos em relação à variação anual do total de capital e reservas. **Taxa absoluta de alavancagem** = Total de ativos em relação ao total de capital e reservas.

Fonte: BCE. Elaboração própria.

O Gráfico 12 revela o impacto da crise dos títulos públicos nos GIIPS na alavancagem das IFMs da zona do Euro. Verificou-se tendência de queda das taxas absoluta e marginal de alavancagem ao longo do período, especialmente a partir de meados de 2012. Entre meados de 2011 até meados de 2012, a taxa marginal de alavancagem subiu, decerto devido aos empréstimos do Eurossistema para as instituições financeiras monetárias, aumentando seus ativos. Após meados de 2012, ao

mesmo tempo em que ocorreu uma diminuição do balanço do Eurossistema - questão discutida na próxima subseção –, houve forte tendência de queda da taxa marginal de alavancagem, tornando-se fortemente negativa. Entre meados de 2012 e o final de 2013, esse índice caiu de 24 para -43, evidenciando tanto a desvalorização dos ativos como uma postura mais defensiva dos bancos no sentido de reduzir o grau de alavancagem.

4 A atuação do Eurossistema na crise da dívida pública dos GIIPS¹⁵

O Eurossistema interveio de forma importante, ainda que de forma tardia e relativamente limitada, para conter a crise dos títulos públicos dos GIIPS, especialmente a partir de 2010, buscando interromper o círculo vicioso entre bancos e títulos de dívida pública¹⁶. Essa atuação foi essencial para evitar o aprofundamento da crise bancária na região. Além das operações de concessão de liquidez para os bancos, o Eurossistema – sob liderança do BCE – providenciou intervenções que garantissem um piso para os preços dos títulos públicos nos GIIPS, a partir de 2012. Dessa forma, em contexto de reduzido grau de soberania monetária dos BCs nacionais, somente quando o BCE atuou de forma mais incisiva é que se logrou evitar o colapso do sistema bancário e do financiamento da dívida pública dos GIIPS.

Apesar de não ter sido erigido com a função explícita de emprestador de última instância, além da insistência alemã para uma atuação mais restrita do BCE, este foi gradualmente passando a exercer essa função, mesmo que, especialmente no início, de forma contida. Quatro dimensões da atuação do Eurossistema, que buscaram conter a crise bancária potencializada pela crise dos títulos públicos nos GIIPS, ganharam destaque, a saber: 1) relaxamento dos critérios para a utilização de colaterais; 2) expansão do balanço contábil do Eurossistema, tanto pelo aumento do montante e prazo das operações de política monetária como pela compra de títulos públicos e privados nos mercados secundários (programa de *covered bonds*); 3) pronunciamentos do presidente do BCE e o *Outright Monetary Transactions*, essenciais para a sustentação dos preços dos títulos públicos dos GIIPS; e 4) utilização do *Emergency Liquidity Assistance* (ELA).

O relaxamento das exigências por parte do Eurossistema no tocante aos critérios a partir dos quais um ativo poderia ser utilizado como colateral pelos bancos na obtenção de empréstimos do Eurossistema foi essencial para lidar com a crise bancária no bloco europeu. Isso foi muito importante, pois as turbulências nos mercados financeiros globais, a partir de 2007-2008, e a crise dos títulos públicos nos GIIPS, a partir de 2010, resultaram em uma forte queda do *rating* dos ativos em posse dos bancos da zona do

(15) Borio (2014) distingue a atuação da política monetária em duas fases diferentes: 1) a de administração da crise e de busca de manutenção da estabilidade financeira no auge do período de instabilidade; e 2) de resolução da crise, com medidas que possam garantir a volta do crescimento. Esse artigo destaca a primeira fase.

(16) A redução dos títulos públicos dos GIIPS levava a uma fragilização dos balanços dos bancos. O movimento de venda desses títulos pelos bancos, por sua vez, concorria para diminuir ainda mais o preço desses títulos. Por sua vez, isso potencializava a fragilização do sistema bancário, levando a constituição de um ciclo vicioso, tornando necessária a intervenção do BCE.

Euro, diminuindo a quantidade de ativos que poderiam ser utilizados como colaterais, como pode ser verificado na tabela 4, incluindo os títulos públicos dos GIIPS.

Tabela 4
Rating dos títulos emitidos pelos bancos da zona do Euro, total
– em bilhões de dólares (2007-2012)

Data	AAA	AA	A	BBB	Total
Junho de 2007	45	242	164	20	471
Junho de 2012	0,6	96	339	123	559
Setembro de 2012	0,6	100	316	151	568

Fonte: Rixtel e Gasperini (2013). Elaboração própria.

O Eurossistema expandiu seu balanço, concedendo refinanciamento nas operações de mercado aberto (mediante operações compromissadas), com as “Principais Operações de Refinanciamento” e as “Operações de Refinanciamento de Longo Prazo”, além de programas de compra de *covered bonds*¹⁷ (*Purchase program of Covered bonds*) de títulos públicos e privados, com as operações nos “Títulos mantidos por motivos de política monetária”. O Gráfico 13 explicita o aumento do balanço do Eurossistema nos momentos de maior turbulência nos mercados financeiros da zona do Euro: i) em setembro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers; ii) no início de 2010, com o início da crise dos títulos públicos nos GIIPS; e iii) entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2012, com a intensificação das incertezas em relação à crise da zona do Euro.

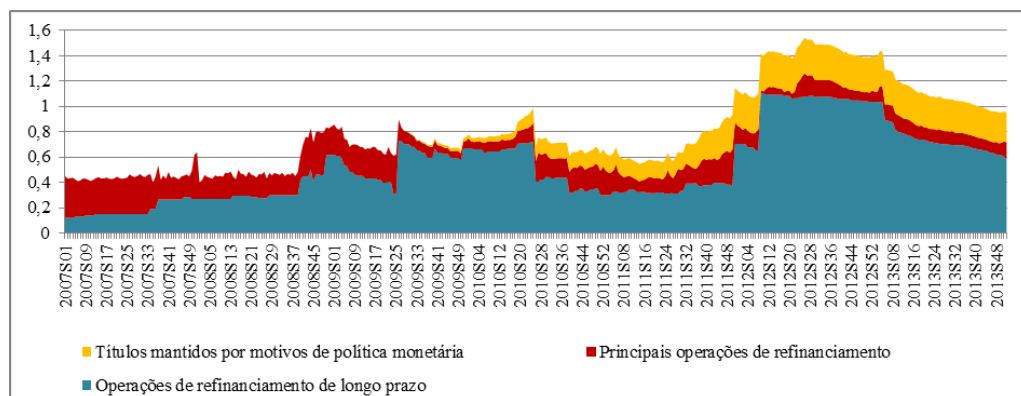
Uma parte da compra de *covered bonds* ocorreu por meio da aquisição de títulos da dívida pública dos GIIPS e de títulos privados nos mercados secundários, tanto no segundo trimestre de 2010 como no segundo semestre de 2011, o que pode ser verificado pelo comportamento das operações de “Títulos mantidos por motivos de política monetária” do Eurossistema. Essas operações tinham como objetivo contribuir para a solvência dos títulos públicos dos GIIPS, com o Eurossistema refinanciando parte de suas posições, visando acalmar os mercados financeiros. Entretanto, devido à restrição quantitativa de compra dos títulos e dos critérios de *rating* necessários nesses para sua aquisição, seu alcance foi limitado.

No segundo semestre de 2011 e no início de 2012 a intensificação da crise na zona do Euro resultou em uma intervenção sem precedentes do BCE (Gráfico 13). Por meio das “Operações de refinanciamento de longo prazo”, foram disponibilizados dois empréstimos – em dezembro de 2011 e em março de 2012 – em operações de mercado aberto, para aproximadamente 500 bancos da zona do Euro, totalizando uma quantia superior a € 1 trilhão, com o intuito de garantir a liquidez e estimular as operações de crédito dos bancos, de sorte a estimular a economia. Entretanto, como mostram Flassbeck e Lapavitsas (2013), os bancos aproveitaram esses empréstimos para refazer

(17) *Covered bonds* são instrumentos de dívida que podem ser garantidos por financiamentos imobiliários ou empréstimos ao setor público.

suas posições em busca de segurança e liquidez, mantendo as reservas no Eurossistema, com efeito mínimo em termos de aumento da concessão de crédito e de dinamismo da economia, que se manteve estagnada.

Gráfico 13
Operações de injeção de liquidez de política monetária do Eurossistema –
Ativo, em trilhões de euros correntes (2007-2014)



Nota: **Principais Operações de refinanciamento** = provisão de liquidez por parte do BCE, com períodos de maturidade variando entre duas semanas e um mês. Inclui as operações regulares de mercado aberto realizadas pelo Eurossistema. **Operações de refinanciamento de longo prazo** = forma de refinanciamento para os bancos da zona do Euro, via operações de mercado aberto. O objetivo dessa forma de refinanciamento é manter um colchão de liquidez para os bancos que possuem ativos ilíquidos, de forma a prevenir para que não ocorra o congelamento dos mercados interbancários e da concessão de novos empréstimos, como ocorreu em 2008. **Títulos mantidos por motivos de política monetária** = compra de títulos públicos e privados por parte do Eurossistema nos programas de *covered bonds*.

Fonte: BCE. Elaboração própria.

Ao longo da crise, a forma de condução da política monetária nas operações de injeção de liquidez do mercado aberto, conduzida pelas “Principais Operações de Refinanciamento”, tipicamente de curto prazo, foram sendo substituídas pelas “Operações de Refinanciamento de Longo Prazo” (Gráfico 13). Ao mesmo tempo, os prazos dessas últimas foram sendo estendidos, passando de 3 meses para 12 meses, em 2009, e atingindo 36 meses, em 2012. Essa estratégia buscou lidar com um dos principais problemas que resultaram na falta de liquidez dos bancos durante a crise, a saber, o descasamento de prazo entre o ativo e o passivo.

Os bancos privados da Irlanda e da Grécia também receberam crédito do Eurossistema não apenas mediante operações de mercado aberto da política monetária e internalização dos mercados monetários nos BCNs, mas, outrossim, mediante outro formato de aporte dos bancos centrais nacionais: o *emergency liquidity assistance* (ELA). A responsabilidade pela provisão do ELA se restringe ao banco central nacional em questão, significando que os custos e riscos estão concentrados no banco central de

determinado país¹⁸, ao contrário das operações de política monetária, em que os custos são assumidos por todos os BCs que compõem o Eurossistema. O ELA entrou em cena quando houve a necessidade de refinanciamento de bancos que não possuíam colaterais elegíveis para a tomada de recursos via operações de política monetária. O relaxamento dos critérios de elegibilidade feito pelo Eurossistema mostrou, dessa forma, a importância de se estabelecer a linha divisória entre bancos que necessitam de medidas de liquidez emergenciais, sob responsabilidade do banco central nacional do país em questão, e de bancos que têm acesso às condições de liquidez convencional disponibilizadas pelo Eurossistema.

A forma de contabilização das operações de política monetária da ELA entre os países da zona do Euro ocorre mediante o TARGET2. Quando um país membro da zona do Euro sofre uma fuga de capitais, ao mesmo tempo em que existe necessidade de financiamento de uma posição externa deficitária, como foi o caso dos GIIPS ao longo do período de crise, os bancos centrais nacionais (BCNs) desses países acumulam débitos no TARGET2 (Gráfico 14). Não existe limites legais para esse acúmulo, necessitando apenas de colaterais elegíveis. Por outro lado, os BCNs dos países superavitários acumulam créditos. A fuga dos depósitos dos bancos dos GIIPS para a Alemanha, com a crise dos títulos públicos nos GIIPS no início de 2010, com destaque para a Irlanda e a Grécia, fez com que o financiamento do sistema bancário desses países ocorresse por meio da tomada de empréstimos nos bancos centrais nacionais contra colaterais elegíveis, com a internalização dos mercados monetários para dentro do Eurossistema, como pode ser verificado no Gráfico 14. A parte dos empréstimos totais que não possuía colaterais elegíveis foi obtida via ELA, como exposto.

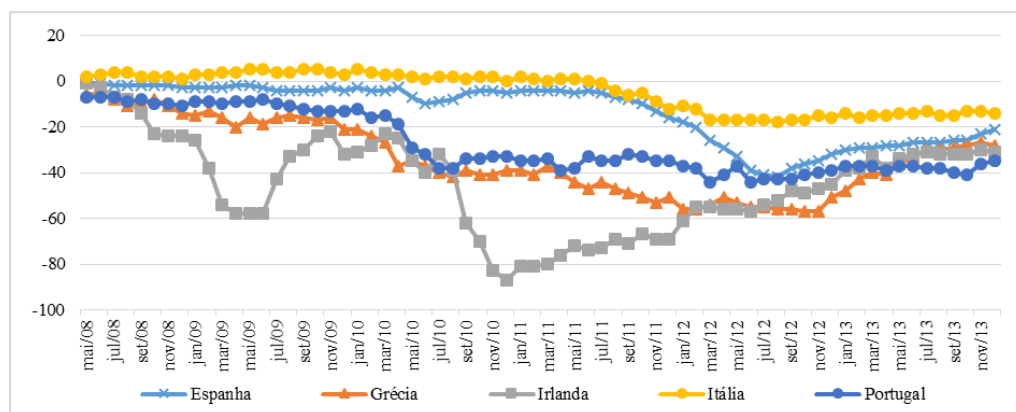
De um lado, de acordo com Cesaratto (2013), o TARGET2 pode ser visto como uma forma de reciclagem dos superávits em conta corrente dos países superavitários para os países deficitários, tendo contribuído, por isso, para compensar a fuga de capitais dos bancos dos GIIPS. Entretanto, essa forma de atuação possui limites, podendo resultar em uma crise de balanço de pagamentos. Por outro lado, Lavoie (2015) argumenta que, devido à forma de funcionamento do TARGET2, não há a possibilidade de ocorrência de uma crise de balanço de pagamentos na zona do Euro.

Para os objetivos desse artigo, o ponto a se destacar é que as operações de injeção de liquidez via operações de mercado aberto, além da internalização dos mercados monetários no Eurossistema, contribuiu para satisfazer o maior grau de preferência pela liquidez por parte do sistema bancário da região, destacadamente dos GIIPS. Caso não haja colaterais, pode-se recorrer ao ELA, mas que possui limites. Além disso, como argumenta Lavoie (2015), o TARGET2 não resolve a construção problemática das conexões entre os governos nacionais e o Eurossistema. Em particular, o autor aponta a proibição autoimposta pelo BCE de manter títulos públicos de forma definitiva em seu

(18) O artigo 14.4 do Estatuto do Eurossistema afirma que o BCE pode restringir o ELA dos bancos centrais nacionais, caso essas operações interfiram nos objetivos e responsabilidades do Eurossistema (European Central Bank, 2013).

ativo, não podendo atuar mesmo nos mercados secundários. O TARGET2, dessa maneira, pode contribuir para uma fonte de euros para os bancos desses países, mas não para os governos nacionais.

Gráfico 14
Posição dos Bancos Centrais Nacionais no TARGET2, em % do PIB (2008-2013)*



*Nota: negativo = posição deficitária.

Fonte: BCE. Elaboração própria.

A crise dos títulos públicos nos GIIPS evidenciou que, diante do baixo grau de soberania monetária dos países da Eurozona, imposta pela moeda única, a intervenção por meio de instituições supranacionais é imprescindível em contextos de instabilidade e crise. Dessa forma, pode-se afirmar que a atuação mais contundente do Eurossistema foi fundamental para evitar o colapso do sistema financeiro dessas economias e, assim, o aprofundamento da crise. Essa atuação, evidentemente, não foi desacompanhada de condicionalidades impostas ora pelo BCE ora pela Troika aos países beneficiados. Foi o caso, por exemplo, da compra de *covered bonds* – utilizado entre 2010 e 2011 para a compra de títulos públicos dos GIIPS. Condicionalidades essas, vale ratificar, que concorreram no sentido de impossibilitar a realização de políticas fiscais anticíclicas por parte dos governos nacionais.

Apenas com a intensificação da crise dos títulos públicos nos GIIPS e os rumores de possibilidade de saída da Grécia da zona do Euro, a partir de meados de 2012, o presidente do BCE, Mário Draghi, realizou um discurso para acalmar os mercados, garantindo que o BCE iria comprar títulos públicos dos países em crise, caso necessário (Draghi, 2012). Em agosto de 2012, o BCE anunciou o *Outright Monetary Transaction* (OMT), um instrumento para a compra de títulos públicos nos mercados secundários dos países em crise, sem estabelecer limites quantitativos do tamanho das operações que poderiam ser realizadas para resguardar e garantir os títulos públicos que apresentassem instabilidade.

Essas duas ações lograram acalmar as expectativas dos agentes em relação à viabilidade dos títulos públicos dos GIIPS, como pode ser analisado no Gráfico 8, com

a queda do rendimento desses ativos. Dessa forma, o BCE passou a lidar diretamente com os temores em relação a um possível *default* dos títulos públicos dos GIIPS, garantindo seu pagamento, o que teve efeitos positivos para lidar com a crise bancária no bloco europeu. Entretanto, apesar de lidar com a questão da viabilidade do pagamento dos rendimentos desses títulos, sustentando seus preços, o poder decisório está centrado em uma instituição supranacional, o BCE. Os Estados Nacionais continuam bastante restringidos no que diz respeito à possibilidade de atuação, tanto como prestador de última instância como para a implementação de políticas anticíclicas orientadas para evitar o ajuste deflacionário.

Conclusão

O artigo analisou como a institucionalidade do Euro impõe restrições para intervenção de órgãos oficiais – sejam supranacionais ou nacionais – nos momentos de crise. As restrições para a intervenção das instituições supranacionais decorrem de uma tessitura institucional rígida, que não designou, explicitamente, o BCE como prestador de última instância, assim como não criou uma instituição fiscal supranacional capaz de realizar política anticíclica. As restrições para atuação em âmbito nacional, por sua vez, decorrem das implicações do baixo grau de soberania monetária dos países membros, impossibilitados de emitir a moeda que eles adotaram e utilizam. O baixo grau de soberania monetária, nos termos indicados no artigo, restringe substancialmente a realização de políticas anticíclicas por parte dos estados nacionais, devido ao formato da relação entre os bancos centrais nacionais e os respectivos tesouros nacionais, em um contexto de elevada liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros domésticos. Com efeito, se no momento de expansão a adoção da moeda única contribuiu para a conformação de uma falsa convenção em relação aos seus benefícios, tendo contribuído para um processo de convergência real das economias da região, no momento de crise ela concorreu para potencializar o efeito contágio da crise deflagrada nos Estados Unidos, em 2007-2008, sobre as economias da Eurozona, com destaque aos GIIPS, a partir de 2010.

O artigo mostrou que o período de expansão dos negócios, que precedeu a crise bancária da zona do Euro, e a crise dos títulos públicos nos GIIPS concorreram para fragilizar a estrutura financeira das economias da região, ainda que em diferentes intensidades. O comportamento do sistema financeiro desses países entre 2000 e 2013 evidenciou esse processo. Com a eclosão da crise e da recessão, a partir de 2007-2008, os Estados Nacionais passaram a intervir tanto por meio de operações de salvamento dos respectivos sistemas financeiros como mediante políticas fiscais expansionistas. Isso trouxe à tona os problemas decorrentes do baixo grau de soberania monetária, com as incertezas relacionadas à solvência dos GIIPS desencadeando uma nova etapa da crise, a partir do início de 2010.

Nessa perspectiva, a crise dos títulos públicos dos GIIPS, a partir de 2010, evidenciou, efetivamente, a existência de vários Euros na Eurozona, ao invés de apenas um, em vista do descolamento das taxas de juros das economias mais afetadas em

relação à taxa de juros da economia alemã. Explicitou, ademais, as dificuldades que o Eurossistema teve de enfrentar para lidar adequadamente com a crise bancária e dos títulos públicos.

Por fim, o artigo mostrou que a mudança da atuação do BCE ao longo da crise, especialmente por meio de intervenções realizadas no sistema bancário e de sustentação dos preços dos títulos públicos dos GIIPS, foi imprescindível para evitar um colapso do sistema bancário dessas economias e, conseqüentemente, decerto para a própria sobrevivência da moeda comum, haja vista o potencial de incerteza que uma crise bancária na Eurozona poderia desencadear. Isso somente foi possível porque a autoridade monetária supranacional, o BCE, foi capaz de atuar como emprestador de última instância e *market maker*. Contudo, essas intervenções somente atuam sobre os sintomas da crise, decorrente da instabilidade financeira, de um lado, e, no caso da zona do Euro, das rigidezes impostas pela institucionalidade da moeda única sobre as políticas econômicas nacionais, de outro.

A crise dos GIIPS, dessa maneira, colocou em evidência as incompletudes do processo de unificação monetária na Europa, sugerindo a necessidade de aperfeiçoamento dessa institucionalidade, não somente no que se refere à possibilidade de atuação mais abrangente e incisiva do BCE nos mercados financeiros, mas também no que tange à viabilização de uma tessitura institucional capaz de permitir uma reconstituição da relação entre o BCE e os tesouros nacionais dos países. Isso porque a emissão de títulos públicos nacionais denominados em uma moeda que os países não podem emitir impõe enormes dificuldades às economias da zona do Euro, especialmente das periféricas, para lidar com contextos de instabilidade e crise. Essas questões são muito importantes e justificam estudos futuros.

Bibliografia

AGLIETTA, M. The European Vortex. *New Left Review*, London, n. 75, 2012.

ALLEN, W.; MOESSNER, R. *The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis*. BIS Working Papers, n. 390, 2012.

ARESTIS, P. What is the New Consensus in Macroeconomics? In: ARESTIS, P. *Is there a new consensus in macroeconomics?* New York: Palgrave Macmillan, 2007.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. The design faults of the economic and monetary union. *Journal of Contemporary Economic Studies*, v. 19, n. 1, p. 21-32, Mar. 2011.

BELLUZZO, L. G. Prefácio. In: CINTRA, M. A. M.; MARTINS, A. *As transformações no sistema monetário internacional*. Brasília: Ipea, 2013.

BELLUZZO, L.; COUTINHO, L. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 7, n. 2, p. 137-150, 1998.

BORIO, C. Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? *BIS Working Papers*, n. 440, 2014.

BORIO, C.; DISYATAT, P. Global imbalances and the financial crisis: link or no link? *BIS Working Papers*, n. 346, 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; ROSSI, P. Sovereignty, the exchange rate, collective deceit, and the euro crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 38, p. 355-375, 2015.

BIBOW, J. *The Euro debt crisis and Germany's Euro trilemma*. Levy Institute, 2012. (Working Paper, n. 721).

CESARATTO, S. The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 10, n. 3, p. 359–382, 1 Dec. 2013.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A crise financeira e o *global shadow banking system*. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 82, p. 35-55, nov. 2008.

CGFS – COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. *CGFS Papers*, n. 43, 2011.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. *Council approves aid to Portugal, sets out conditions*. PRESSE 132. Brussels, May 2011.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. *Council implementing decision on granting Union financial assistance to Ireland*. Interinstitutional File: 2010/0351 (NLE). Brussels, 7 Dec. 2010.

DE GRAUWE, P. They European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? *CEFifo Working Papers*, n. 3569, 2011.

DINIZ, André S.; JAYME JR., Frederico G. Competitividade e restrição externa na zona do Euro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 33, n. 1, p. 17-40, jan./mar.2013.

DRAGHI, M. *Speech at the Global Investment Conference in London*. European Central Bank, 2012.

EEAG – European Economic Advisory Group. *A new crisis mechanism for the euro area*. The EEAG report on the European Economy. Munich: CESifo, 2011.

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. *The European Economy Since 1945: coordinated capitalism and beyond*. Princeton University Press, 2007.

EUROBANK RESEARCH. *Eurogroup endorses second bailout package for Greece: key parameters and conditionality*. Greece Mactto Monitor, Feb. 21, 2012.

EUROPEAN COMMISSION. *A Roadmap towards a Banking Union*. Brussels, 2012.

- EUROPEAN COMMISSION. *European Stability Mechanism*. Brussels, 2010.
- EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a single resolution mechanism for the banking union*. COM(2013) 520 final, Brussels, 2013.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. *ELA procedures*. Oct. 17, 2013.
- EUROPEAN COUNCIL. *General Secretariat of the Council: Conclusions*. Brussels, Apr. 20, 2011.
- FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro-Banco Central. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 396-412, jul./set. 2014.
- FISHER, Irving. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, v. 1, n. 4, p. 337-357, Oct. 1933.
- FLASSBECK, H.; LAPAVITSAS, C. *The systemic crisis of the euro – true causes and effective therapies*. Rosa Luxemburg Stiftung, 2013.
- FREITAS, M. A crise da Zona do Euro. *Boletim de Economia 10*, Fundap, 2011.
- GOODFRIEND, M; KING, R. *The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy*. NBER Macroeconomics Annual, v. 12, 1997.
- GOODHART, C. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, v. 14, p. 407-432, 1998.
- GROS, D.; SCHOENMAKER, D. European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union. *Journal of Common Market Studies*, 2014.
- HEIN, E. *Finance-dominated capitalism, re-distribution and the financial and economic crises – a European perspective*. Munich Personal RePEc Archive, 2012.
- ISSING, O.; ANGELONI, I.; GASPAR, V.; TRISTANI, O. *Monetary policy in the Euro area: strategy and decision making at the European Central Bank*. Cambridge University Press, 2004.
- KEYNES, J. M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In: IPEA. *Clássicos da literatura econômica*. Rio de Janeiro: Ipea, 1992. p. 335-341, 1937.
- KREGEL, J. Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. *Journal of Economic Issues*, v. XXXI, n. 2, 1997.
- LAVOIE, M. (2002) *A post-Keynesian alternative to the New consensus on monetary policy*. ADEK Conference, Université de Bourgogne, Dijon, France.
- LAVOIE, M. *Post-Keynesian economics: new foundations*. Edward Elgar Publishing Limited, 2014.
- LAVOIE, M. The Eurozone crisis: a balance-of-payments problem or a crisis due to a flawed monetary design? *International Journal of Political Economy*, v. 44, n. 2, p. 157-160, 3 abr. 2015.

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. *Can it happen again?* Armonk, New York: M. E. Sharpe, Inc., 1982.

MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.

OLIVEIRA, G.; DEOS, S.; WOLF, P. A crise europeia e os limites do ajuste deflacionário. In: MODENESI, A.; PRATES, D.; OREIRO, J.; PAULA, L.; RESENDE, M. *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Associação Keynesiana Brasileira. Editora Campus, 2012.

OLIVEIRA, Giuliano C. de; WOLF, Paulo J. W.; PALLUDETTO, Alex W. Os limites da recuperação econômica da zona do Euro (2008-2016). *Brazilian Keynesian Review*, v. 2, n. 1, p. 125-131, 2016.

PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

PRATES, D. M.; FARHI, M. The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 37, n. 4, p. 568-589, 2015.

PRIEWE, J. European imbalances and the crisis of the European Monetary Union. In: HERR, Hansjörg; NIECHOJ, Torsten; THOMASBERGER, Claus; TRUGER, Achim; VAN TREECK, Till (Ed.). *From crisis to growth? The challenge of debt and imbalances*. Metropolis: Marburg, 2012

RIXTEL, A.; GASPERINI, G. Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area. *BIS Working Paper*, n. 406, 2013.

SCHELLER, H. *O Banco Central Europeu: história, papel e funções*. Banco Central Europeu, Eurosistema, 2006.

SHIN, H. S. Financial intermediation and the post-crisis financial system. *BIS Working Papers*, n. 304, 2010.

SNOWDON, B.; VANE, R. *Modern macroeconomics: its origin, development and current state*. Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing. 2005.

TAVLAS, G. *The ‘new’ theory of optimum currency areas*. The World Economy, 1993.

TOPOROWSKI, J. International credit, financial integration and the euro. *Cambridge Journal of Economics*, n. 37, 2013.

VILLAR-BURKE, J. The bonsai and the gardener: using flow data to better assess financial sector, *European Economy*, Economic Papers (500). Brussels, European Commission, 2013.