



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
SISTEMA DE BIBLIOTECAS DA UNICAMP  
REPOSITÓRIO DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA E INTELLECTUAL DA UNICAMP

**Versão do arquivo anexado / Version of attached file:**

Versão do Editor / Published Version

**Mais informações no site da editora / Further information on publisher's website:**

<https://www.braziliankeynesianreview.org/BKR/article/view/54>

DOI: 10.33834/bkr.v2i1.54

**Direitos autorais / Publisher's copyright statement:**

©2016 by Associação Keynesiana Brasileira. All rights reserved.

DIRETORIA DE TRATAMENTO DA INFORMAÇÃO

Cidade Universitária Zeferino Vaz Barão Geraldo

CEP 13083-970 – Campinas SP

Fone: (19) 3521-6493

<http://www.repositorio.unicamp.br>

Os Limites da Recuperação Econômica da Zona do Euro (2008-2016)\*

Giuliano C. Oliveira<sup>†</sup>

Paulo José W. Wolf<sup>#</sup>

Alex W. A. Palludeto<sup>\*</sup>

**Resumo**

Desde a deflagração da crise global em 2008, os países da periferia da Zona do Euro têm enfrentado grandes dificuldades para viabilizar o processo de recuperação dos níveis de produto, renda e emprego. O artigo discute esse processo e argumenta que a exaustão das políticas convencionais, juntamente com as “falhas genéticas” da institucionalidade da moeda única, concorre para impor limites agudos ao processo de recuperação econômica de muitos países da região.

**Palavras-chave:** Instabilidade; Crise; União Europeia; Ajuste deflacionário.

**Abstract**

Since the outbreak of the global crisis in 2008, the countries of the periphery of the euro zone have faced great difficulties to enable the recovery of product, income and employment levels. The paper discusses this process and it argues that the exhaustion of conventional policies, along with the "genetic faults" of the single currency institutionalality, contributes to impose sharp limits to the economic recovery process in many countries of the region.

**Keywords:** Instability; Crisis; European Union; Deflationary adjustment.

**JEL Code:** E32; E5; E62; F55; G01

---

\* Os autores agradecem as sugestões realizadas pelos pareceristas anônimos da revista, isentando-os, naturalmente, de eventuais erros e omissões.

<sup>†</sup> Professor do Instituto de Economia da Unicamp (IE/Unicamp), diretor do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri) do IE/Unicamp e membro da diretoria da Associação Keynesiana Brasileira (2013-atual).

<sup>#</sup> Doutorando em Economia no IE/Unicamp e pesquisador do Ceri.

<sup>\*</sup> Doutor em Economia pelo IE/Unicamp e pesquisador do Ceri.

## 1. Introdução

Desde a deflagração da crise global em 2008, as economias da União Europeia, especialmente aquelas que integram a chamada periferia da Zona do Euro, têm apresentado uma recuperação bastante tímida. Somente algumas delas conseguiram recuperar os níveis de produção e renda prévios à crise, considerando-se a posição de 2014.

Nesse sentido, o artigo discute os limites da recuperação das economias da União Europeia, com destaque aos FIGS (Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha). Sustenta-se que a exaustão das políticas convencionais, juntamente com as “falhas genéticas” da institucionalidade da moeda única<sup>1</sup>, concorre para impor limites agudos ao processo de recuperação econômica dos países da região. Não por outra razão, iniciativas pouco convencionais têm sido colocadas em ação, como a prática de taxa de juros negativa pelo BCE e a instituição do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Contudo, tais iniciativas, embora importantes, ainda têm se mostrado insuficientes para viabilizar a superação do problema de baixo crescimento de muitas economias da região.

## 2. Instabilidade, Crise e Ajuste Deflacionário no Capitalismo Contemporâneo

Uma economia capitalista constitui um sistema de balanços interrelacionados, sujeito a instabilidades e crises, onde as decisões de gasto dos atores econômicos, cambiantes porque tomadas em contexto de incerteza, determinam os níveis de produto e emprego.

Keynes (1936) deixou evidente a ausência de mecanismos endógenos de autocorreção nesse sistema, destacando, assim como Minsky (1982; 1986), a centralidade das finanças (mercados financeiros, bancos e quase-bancos) na dinâmica capitalista. Por isso Minsky (1975, p. 130) afirmou que: “[...] *finance sets the pace for the economy.*”.

Uma economia capitalista possui uma estrutura financeira subjacente: aos créditos de uns correspondem débitos de outros, devendo um sistema desse tipo ser entendido a partir da abordagem de fluxo de caixa. Ao longo das fases de expansão econômica, os atores econômicos tendem, progressivamente, a reduzir suas margens de segurança, ou seja, a diferença entre os fluxos esperados de lucros e os fluxos de compromissos financeiros decorrentes das dívidas assumidas para viabilizar o investimento, em cada período de renda. Esse processo suscita, então, um movimento de progressiva fragilidade financeira da economia (Minsky 1982; 1986).

As finanças são importantes não apenas por envolver as condições de financiamento e refinanciamento, mas também pelo fato de que os preços de demanda e de oferta dos ativos de capital são determinados nos mercados financeiros e influenciados pelos riscos do prestador (preço de oferta) e do tomador (preço de demanda). Desse modo, a instabilidade desse sistema decorre não somente de fatores exógenos, mas também de forças endógenas, engendradas nas fases de aceleração do ritmo de acumulação capitalista (Minsky, 1986).

Nas crises, há uma ruptura do estado de confiança e um abandono das convenções preestabelecidas. Nesses contextos, a radicalização da incerteza faz aumentar o grau de preferência pela liquidez dos atores econômicos, explicitando por completo o processo de compressão das margens de segurança ocorrido durante a fase de expansão dos negócios. Esse movimento restringe as condições de financiamento e refinanciamento do sistema e faz

---

<sup>1</sup> Sobre as “falhas genéticas” do Euro, ver Arestis e Sawyer (2012).

e elevar a taxa de juros, fato que aumenta o preço de oferta e reduz o preço de demanda dos ativos de capital.

Nessas condições, o Estado deve atuar como *market maker*, *big bank* e *big government* (Minsky, 1986). Isso porque, na crise, a atuação das livres forças de mercado tende a resultar em processos deflacionários agudos, os quais aprofundam ainda mais a retração econômica, instituindo uma típica causação circular cumulativa altamente deletéria do ponto de vista socioeconômico. A deflação, ao reduzir a demanda agregada e elevar o endividamento real dos atores econômicos, tende a conduzir a economia à depressão.

Não obstante, no capitalismo financeirizado contemporâneo, os instrumentos de estabilização utilizados pelos governos têm sido cada vez menos eficazes para evitar ajustes deflacionários e para viabilizar a recuperação sustentada das economias, especialmente no caso dos países da periferia do sistema capitalista, em vista do menor raio de manobra que possuem. As finanças, dessa forma, exacerbam as flutuações econômicas e impõem limites estreitos às ações anticíclicas dos estados nacionais. Nesse contexto, crises fiscais são instaladas e as políticas monetárias tradicionais tornam-se obsoletas. As medidas de “socialização de prejuízos privados” são aceitas pelos mercados desde que acompanhadas de ajustes fiscais capazes de garantir os direitos dos credores. Tais ajustes, contudo, dificultam a própria recuperação econômica, propiciando apenas, quando muito, um crescimento econômico rastejante.

### **3. A Crise Europeia e os Limites da Recuperação Econômica**

O projeto de integração regional europeu é a mais ousada experiência de integração regional da história do capitalismo. Em menos de meio século, esses países transitaram de uma união aduaneira para um mercado comum e, finalmente, para uma união monetária. A ideia da criação de uma moeda comum esteve presente desde o início, embora tenha demorado a se tornar realidade. Seguindo as recomendações do Relatório Delors (1989), o Tratado de Maastricht (1992) deu início ao processo que levaria à criação da moeda comum, com o intuito de estimular os fluxos de bens, serviços, pessoas e capitais entre os países europeus. Formalmente criado em 1999, o euro passou a circular em 2002. Atualmente, 19 dos 28 países da União Europeia (UE) adotam a moeda comum. Dentre os países restantes, alguns ainda não se qualificaram para adotá-la, enquanto outros optaram por preservar as suas antigas moedas<sup>2</sup>.

Com a criação do euro, o risco cambial entre os países participantes da área monetária comum foi eliminado, o que contribuiu para a expressiva redução do risco-país das economias da periferia da região no contexto de bonança, a despeito das fortes disparidades em relação ao centro. De certa forma, pode-se conjecturar que para os mercados prevalecia o entendimento de que, a despeito da cláusula de não resgate prevista pelo Tratado de Maastricht, segundo a qual nenhuma instituição comum poderia resgatar um país em crise, os países ricos socorreriam os demais em caso de necessidade, inclusive para assegurar a união

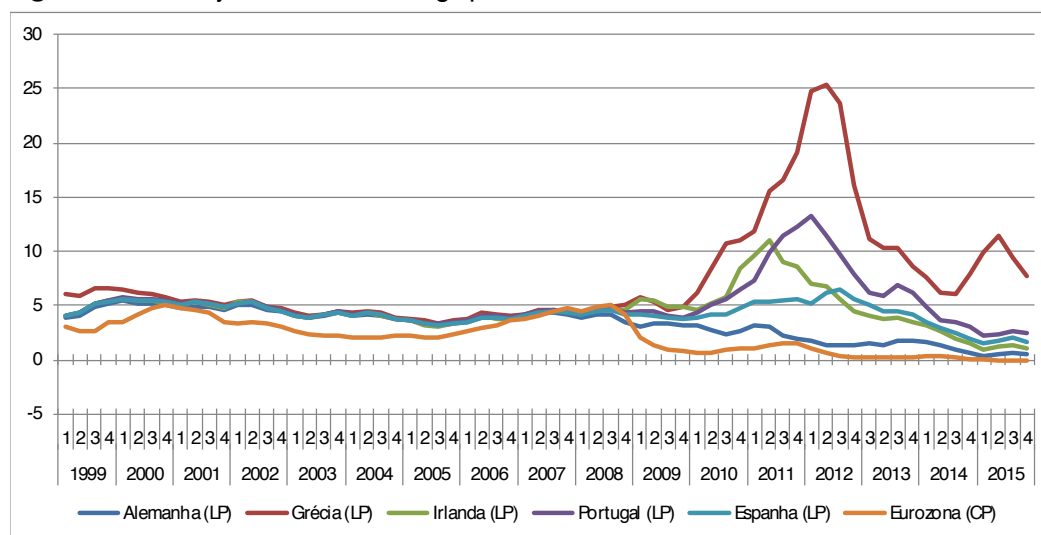
---

<sup>2</sup> Os países da UE que adotaram o euro são Alemanha (1999), Áustria (1999), Bélgica (1999), Chipre (2008), Eslováquia (2009), Eslovênia (2007), Espanha (1999), Estônia (2011), Finlândia (1999), França (1999), Grécia (2001), Holanda (1999), Irlanda (1999), Itália (1999), Letônia (2014), Lituânia (2015), Luxemburgo (1999), Malta (2008) e Portugal (1999), ao passo que os países do bloco que não adotaram a moeda comum são Bulgária, Croácia, Dinamarca, Hungria, Polônia, Reino Unido, República Tcheca e Suécia.

monetária. Com efeito, as taxas de juros cobradas dos países da periferia reduziram-se sensivelmente entre 1999 e o início da crise global em 2008, aproximando-se daquelas cobradas dos países do centro (Figura 1). Isso contribuiu para o crescimento do crédito e da renda na região durante esse período, bem como para a redução das margens de segurança dos atores econômicos (Belluzzo, 2013).

Com a deflagração da crise global em 2008, os países europeus foram duramente afetados<sup>3</sup>. O aumento da incerteza e a deterioração do estado geral das expectativas fizeram com que os atores buscassem reestabelecer suas margens de segurança e, por conseguinte, o reequilíbrio patrimonial. Do ponto de vista agregado, contudo, esse processo se revelou autodestrutivo: as empresas e as famílias, na ânsia de reestabelecer as razões dívida/patrimônio e riqueza/poupança, reduziram o investimento e o consumo, respectivamente, acabando por aprofundar a crise.

**Figura 1:** Taxas de juros de curto e longo prazos – % a.a. – Trimestral



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

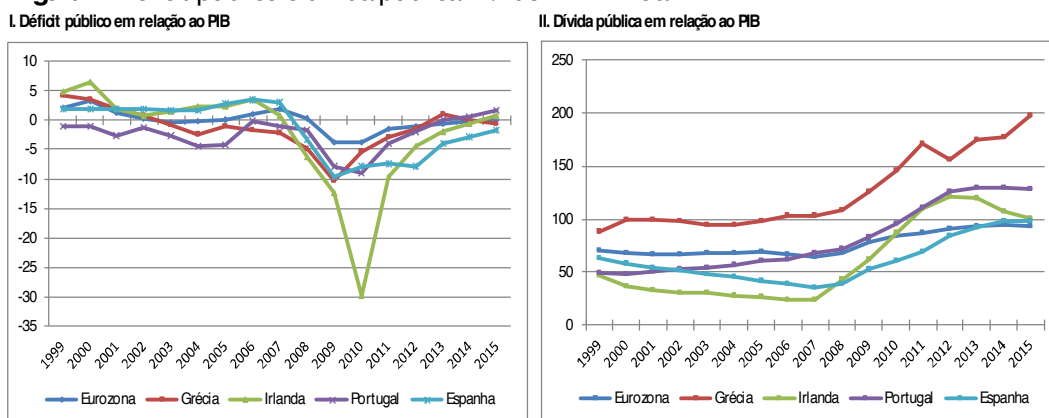
Buscando evitar uma situação ainda mais grave, os governos dos países da periferia europeia resgataram os bancos em crise e aumentaram os gastos públicos. Em um contexto de queda das receitas fiscais, isso levou ao aumento do déficit e endividamento públicos dessas economias (Figura 2). Nesse contexto, os desajustes nas contas públicas decorreram, fundamentalmente, das medidas anticíclicas adotadas, com destaque às medidas de resgate do sistema financeiro. Embora, de fato, haja evidências de excessos na Grécia, esse não foi o caso de Portugal, Espanha e Irlanda, que apresentavam superávits fiscais primários elevados e dívidas públicas reduzidas.

As agências de classificação de risco, diante da forte elevação das dívidas públicas, reduziram os *ratings* soberanos dos países da periferia, reforçando o movimento de deflação de ativos e de aumento das taxas de juros de longo prazo. Com efeito, as diferenças antes ocultas entre os países do centro e da periferia foram explicitadas (Figura 1). A crise, de fato, mostrou a existência de vários euros, ao invés de somente um, o que se expressou no forte descolamento das taxas de juros dos PIGS em relação à taxa de juros alemã.

<sup>3</sup> Acerca dos canais de transmissão da crise *subprime* americana para a Europa, ver Lapavitsas *et al.* (2012).

O compromisso com esse ajuste tornou-se pré-condição para que os governos da periferia tivessem acesso aos mecanismos de resgate criados pela UE e pelo BCE, com o apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI), com o intuito de evitar um *default* em série na Zona do Euro. Dentre esses mecanismos, destacam-se o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEFF) e o Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF), os quais foram posteriormente substituídos pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE). Os países socorridos, em ordem cronológica, foram Grécia (€ 200 bilhões), Irlanda (€ 85 bilhões), Portugal (€ 80 bilhões) e Espanha (€ 100 bilhões). Os recursos foram divididos em diferentes parcelas, as quais seriam liberadas pela “*troika*”<sup>4</sup>.

**Figura 2:** Déficit público e dívida pública – % do PIB – Anual



Fonte: FMI. Elaboração própria.

O socorro financeiro, contudo, envolveu a contrapartida de ajuste fiscal por parte desses países, assegurado pelo Pacto Fiscal Europeu (PFE), o qual estabelecia regras severas para a política fiscal dos países que adotaram o euro. Pelos termos do acordo, esses países deveriam incorporar em suas respectivas legislações o compromisso com a disciplina fiscal, estabelecendo o teto de 0,5% do PIB para o déficit público. Apenas para os países com dívida pública significativamente inferior a 60% do PIB e nos quais sua sustentabilidade estivesse assegurada, o déficit público não deveria exceder 1% do PIB, sob pena de sanções.

O rigor do ajuste fiscal adotado pelos países da periferia europeia teve como resultado a rápida e pronunciada queda do consumo das famílias e, principalmente, do investimento (Tabela 1). Como mostra a Tabela 1, entre 2008 e 2013 houve uma queda brusca, ainda que em diferentes magnitudes, do investimento nos PIGS, diante do cenário de alta incerteza e da insuficiência das medidas adotadas pelas instituições nacionais e supranacionais para propiciar a recuperação. Verifica-se que a recuperação apenas rastejante de alguns países, quando existente, decorreu basicamente do crescimento das exportações induzidas pelo ajuste recessivo.

<sup>4</sup> Formada pela Comissão Europeia, Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu.

**Tabela 1: PIB e componentes do gasto – 2008 = 100 – Anual**

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Eurozona	PIB	100	95	97	99	98	98	99
	Consumo das famílias	100	99	100	100	99	98	-
	Consumo do governo	100	102	103	103	103	103	-
	Investimento	100	89	88	90	87	85	-
	Exportações	100	87	97	103	106	108	-
	Importações	100	89	97	102	101	102	-
Grécia	PIB	100	96	90	82	77	74	75
	Consumo das famílias	100	99	92	82	76	74	-
	Gasto do governo	100	102	97	91	86	81	-
	Investimento	100	87	69	57	41	39	-
	Exportações	100	82	85	85	86	88	-
	Importações	100	80	76	69	63	62	-
Irlanda	PIB	100	94	93	96	96	96	100
	Consumo das famílias	100	94	95	94	92	92	-
	Gasto do governo	100	97	93	91	90	90	-
	Investimento	100	79	65	63	66	65	-
	Exportações	100	96	102	108	113	114	-
	Importações	100	91	94	93	99	100	-
Portugal	PIB	100	97	99	97	94	93	93
	Consumo das famílias	100	98	100	96	91	90	-
	Gasto do governo	100	103	101	97	93	91	-
	Investimento	100	92	92	80	68	64	-
	Exportações	100	90	98	105	108	115	-
	Importações	100	90	97	91	85	89	-
Espanha	PIB	100	96	96	96	94	93	94
	Consumo das famílias	100	96	97	95	92	90	-
	Gasto do governo	100	104	106	105	102	99	-
	Investimento	100	83	79	74	68	66	-
	Exportações	100	89	97	105	106	110	-
	Importações	100	82	87	87	81	81	-

Fonte: Unctad. Elaboração própria.

A despeito do ajuste fiscal – e em parte por causa dele –, os desequilíbrios nas contas públicas dos países da periferia permaneceram, em razão da queda significativa das receitas tributárias induzida pela retração da atividade econômica. A manutenção de déficits públicos elevados, associada a taxas de juros em ascensão, implicou a manutenção de dívidas públicas elevadas, a despeito da retração dos gastos públicos. A redução dos desequilíbrios das contas públicas apenas começou a ocorrer quando o BCE passou a aceitar, como colateral em suas operações com o sistema bancário, títulos públicos desses países<sup>5</sup>. Isso contribuiu para reverter a trajetória de queda dos preços dos papéis dos países da periferia e, conseqüentemente, de aumento da taxa de juros de longo prazo, finalmente aliviando as pressões sobre os governos desses países a partir de 2012 (Figura 2).

Esse processo foi intensificado a partir de 2015, quando o BCE iniciou a implementação de um grande programa de expansão quantitativa semelhante àquele executado originalmente nos Estados Unidos em 2008. Tal como no caso norte-americano, ele se baseou na expansão da aquisição de títulos públicos dos governos dos países europeus, sejam eles centrais ou periféricos, com o intuito de aumentar a liquidez dos bancos e, assim, estimular a concessão de novos empréstimos. Essa política foi reformada desde então para aumentar o conjunto de ativos que poderiam ser adquiridos pelo BCE, incluindo títulos dos governos subnacionais.

<sup>5</sup> As chamadas *Long Term Refinancing Operations* (LTRO), criadas em 2012.



A apatia da economia europeia fez com que o BCE adotasse medidas ainda mais drásticas ao final de 2015, como a redução da taxa de juros de curto prazo para patamares negativos, o que significa que o BCE passou a cobrar, ao invés de remunerar, os recursos nele depositados pelos bancos sob sua jurisdição. A medida tem o objetivo de estimular o crédito bancário e as decisões de gasto dos atores econômicos, além de concorrer para reduzir a carga de juros sobre a dívida pública dos países da região.

Essa medida revela os limites das ações convencionais de política econômica para viabilizar a recuperação econômica da região, em particular dos países da periferia. Limites esses, vale salientar, potencializados pelas restrições impostas pelo conjunto de “falhas genéticas” do euro, cuja superação encontra fortes resistências dos países do centro, liderados pela Alemanha.

A fraca recuperação das economias da Zona do Euro, com destaque às economias periféricas da região, indica que as políticas não-convencionais em curso, como a prática de taxa de juros de curto prazo negativa e o *quantitative easing* levada a cabo pela autoridade monetária, assim como a realização de algumas reformas do arranjo institucional que sustenta a união monetária, como a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) e a aceitação de títulos públicos como colateral das operações do BCE com o sistema bancário, devem ser conjugadas com políticas fiscais expansionistas coordenadas entre os países da região, idealmente a partir de uma instituição supranacional. Isso, contudo, exigiria a constituição de uma verdadeira federação na Europa. Diante da não factibilidade de uma iniciativa dessa natureza no curto/médio prazo, as medidas adotadas, mediante uso quase exclusivo da política monetária e de outras ações do BCE, embora contribuam para a recuperação, não têm sido suficientes para evitar a semi-estagnação de diversas economias da região.

Em suma, tem restado aos países da região, assim, a esperança de que a prática de taxa de juros negativa seja capaz de reduzir sustentadamente as taxas de mercado das diferentes economias da Zona do Euro, reduzindo o serviço da dívida pública e, assim, abrindo algum espaço orçamentário para a realização de intervenções mais contundentes dos governos nacionais nesse âmbito, a partir da política fiscal.

## Referências

- Arestis, P.; Sawyer, M. (2012). “Can the Euro survive after the European crisis?” In: P. Arestis; M. Sawyer (Org.). *The Euro crisis*. Palgrave Macmillan: Basingstoke, UK
- Belluzzo, L. G. (2013). “Prefácio”. In: M. Cintra; A. Martins (Org.). *As Transformações no Sistema Monetário Internacional*. Brasília: IPEA.
- Keynes, J. M. (1936 [1985]). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Nova Cultural: São Paulo, 3. ed.
- Lapavistas, C. et al. (2012). *Crisis in the Eurozone*. London: Verso.
- Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia University Press: New York.
- Minsky, H. P. (1982). *Can “it” happen again? Essays on instability and finance*. M. E. Sharpe: New York
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press: New Haven.