



**TEXTO PARA DISCUSSÃO N° 484**

**MAASTRICHT E O GERENCIAMENTO DA  
UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA**

**Cláudio Gontijo**

**Junho de 2013**

**Universidade Federal de Minas Gerais**  
Clélio Campolina Diniz (Reitor)  
Rocksane de Carvalho Norton (Vice-reitora)

**Faculdade de Ciências Econômicas**  
Reynaldo Maia Muniz (Diretor)  
Paula Miranda-Ribeiro (Vice-diretora)

**Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar)**  
Hugo Eduardo Araújo da Gama Cerqueira (Diretor)  
Cássio Maldonado Turra (Vice-diretor)  
Simone Wajnman (Coordenadora do Programa de Pós-graduação em Demografia)  
Frederico Gonzaga Jayme Jr. (Coordenador do Programa de Pós-graduação em Economia)  
Eduardo Luiz Gonçalves Rios-Neto (Chefe do Departamento de Demografia)  
Ana Maria Hermeto Camilo de Oliveira (Chefe do Departamento de Ciências Econômicas)

Editores da série de Textos para Discussão  
Dimitri Fazito de Almeida Rezende (Demografia)  
Gustavo Britto (Economia)

Secretaria Geral do Cedeplar  
Maristela Dória (secretária-geral)  
Simone Basques Sette (editoração)

<http://www.cedeplar.ufmg.br>

## Textos para Discussão

A série de Textos para Discussão do Cedeplar tem o objetivo de divulgar resultados preliminares de estudos desenvolvidos no âmbito do Cedeplar. Os Textos para Discussão do Cedeplar começaram a ser publicados em 1970 e têm se destacado pela diversidade de temas e áreas de pesquisa.

### Ficha Catalográfica

G641c 2013	Gontijo, Cláudio, 1954 Maastricht e o gerenciamento da união monetária europeia / Cláudio Gontijo. - Belo Horizonte : UFMG/CEDEPLAR, 2013. 22 p. : il. - (Texto para discussão, 484)  Inclui bibliografia.  1. Política monetária - Europa 2. União monetária - Europa 2. Euro (moeda) 3. Crise financeira. I. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. II. Título. III. Série.  CDD: 337.142
---------------	---

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG - JN  
58/2013

As opiniões contidas nesta publicação são de exclusiva responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo necessariamente o ponto de vista do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar), da Faculdade de Ciências Econômicas ou da Universidade Federal de Minas Gerais. É permitida a reprodução parcial deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções do texto completo ou para fins comerciais são proibidas.

*Opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect views of the publishers. The reproduction of parts of this paper of or data therein is allowed if properly cited. Commercial and full text reproductions are strictly forbidden.*

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**MAASTRICHT E O GERENCIAMENTO DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA**

**Cláudio Gontijo**

Faculdade de Ciências Econômicas-UFGM

**CEDEPLAR/FACE/UFGM**

**BELO HORIZONTE**

**2013**

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	6
2. A GÊNESE DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPÉIA.....	6
3. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA .....	8
4. A CRISE DA DÍVIDA SOBERANA DA EUROPA E O BCE.....	12
5. AS POLÍTICAS DE AJUSTAMENTO .....	16
6. À GUISA DE CONCLUSÃO .....	19
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	21

## RESUMO

Este artigo procura demonstrar que, em grande medida, a crise da dívida soberana da Europa resultou do arranjo institucional de Maastricht, assim como das políticas perseguidas pela liderança europeia, formatados a partir do “novo consenso macroeconômico” e da teoria da área econômica ótima. Em particular, sustenta que, em grande parte, a crise e seu aprofundamento resultaram do fato do Banco Central Europeu não ter desempenhado a função de prestador de última instância, assim como da implementação de políticas e ajustamento centradas no corte do gasto público e do aumento da tributação.

*Palavras-chave:* União Monetária Europeia, Euro, Acordo de Maastricht.

## ABSTRACT

This article shows that, to a large extent, the European sovereign debt crisis resulted from the institutional arrangement of Maastricht, as well as the policies pursued by the European leadership, formatted from the "new macroeconomic consensus" and the theory of optimal economic area. In particular, it argues that, largely, the crisis and its deepening resulted from the fact that the European Central Bank did not play the role of lender of last resort, as well as the implementation of policies and adjustment focused on cutting public spending and increasing taxation.

*Key-words:* European Monetary Union; Euro, Maastricht Agreement.

*JEL:* E5, E6

## 1. INTRODUÇÃO

Embora o pensamento econômico ortodoxo, seguindo a van Overtveldt (2011), tenha atribuído a crise da dívida soberana da Europa à irresponsabilidade fiscal dos governos dos PIIGS – acrônimo que designa Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha (*Spain*, em inglês) –, não tem escapado a vários autores que o próprio arranjo institucional da União Monetária Europeia tenha contribuído, de forma decisiva, para a sua eclosão. De fato, conforme mostraram Gontijo e Oliveira (2012), uma análise detalhada dos indicadores econômico financeiros desses países demonstra que, exceto pela Grécia, os demais membros deste “clube” apresentaram sólidos resultados fiscais até 2007/2008, devendo, pois, ser atribuído à crise do *subprime* grande parte da responsabilidade pela turbulências que afetaram a Zona do Euro a partir de fins de 2009.

Este artigo procura desenvolver essa tese, discutindo em que medida o arranjo institucional estabelecido em Maastricht contribuiu para o desdobramento da crise europeia. Para tanto, ele se encontra organizado em cinco seções, além desta introdução. Na seção 2, analisa-se, ainda que de forma sucinta, a gênese histórica da União Monetária Europeia (UME), em conexão com o desenrolar da economia mundial desde a década de 1970. A seção 3 discute as bases teóricas dos dispositivos econômicos do Acordo de Maastricht, assim como da política econômica da UME. Já na seção 4 se discute o papel do Banco Central Europeu (BCE) no processo de desdobramento da crise europeia. A política de ajustamento imposta pela União Europeia e pelo FMI é analisada na seção 5, enquanto as conclusões são apresentadas na seção 6.

## 2. A GÊNESE DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPÉIA

Tendo se originado na década de 1955, o projeto de integração da Europa avançou rapidamente até meados da década de 1970, quando, em razão de uma conjuntura “marcada por choques do petróleo e turbulência no mercado de *commodities*”, assim como pelos desacordos dos países europeus quanto ao enfrentamento da crise internacional (Eichengreen, 1996, p.207-8), fracassou a “Serpente Europeia”. Instituída em 1972, com o apoio do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECM), mecanismo de financiamento dos desequilíbrios de curto prazo do balanço de pagamentos, a “Serpente” objetivava manter as taxas de câmbio dos países da Comunidade Europeia dentro de uma banda estreita, preparando-a para a união monetária, que, conforme havia proposto o Relatório Warner (1970), deveria ocorrer no final da década.

Como esse objetivo não foi atingido, tampouco pôde avançar o processo de integração, que, contudo, foi retomado com a criação do Sistema Monetário Europeu (SME), no dia 13 de março de 1980. Centrado no *Exchange Rate Mechanism* (ERM), o acordo instituiu a *European Currency Unit* (*ecu*), uma “moeda de conta”, determinando uma margem de flutuação de até 2,25% (6% no caso da Itália) das taxas de câmbio em torno dos valores de paridade das taxas bilaterais. Para garantir que esses limites não fossem ultrapassados, instituiu-se o Fundo Monetário Europeu (FME), em substituição ao FECM, com recursos para financiar os desequilíbrios de curto prazo nos balanços de pagamentos dos países integrantes. Para tanto, o FME poderia emitir *ecus* e administrar as reservas internacionais, intervindo nos mercados de câmbio quando julgasse necessário.

Apesar dos franceses esperarem que o SME funcionasse nos moldes do *Clearing Union* proposto por Keynes em Bretton Woods, de forma que os custos do ajustamento dos desequilíbrios no balanço de pagamento recaíssem também sobre os países superavitários, a dependência do mesmo em relação às reservas cambiais controladas pelo *Bundesbank* terminou por sujeitá-lo às condições do governo alemão, que, aos moldes do FMI, exigiu medidas contracionistas dos países deficitários. O pior é que o próprio banco central germânico passou a implementar uma política monetária apertada, a qual, conjuntamente com o “Acordo do Plaza”, firmado em setembro de 1985, contribuiu para que ocorressem onze alinhamentos cambiais no seio do Sistema até janeiro de 1987. Interrompeu-se, portanto, uma vez mais, o processo de integração europeia, apesar de que, devido ao atrelamento das moedas europeias ao *deutschmark*, a inflação dos países participantes do Sistema tenha refluído para somente 2% a partir de 1986, embora ao custo de elevada taxa de desemprego (8,5% em 1989). Não sem que, paradoxalmente, várias lideranças europeias, particularmente da França, concebesssem a necessidade de “uma união monetária governada por um único banco central cujas políticas fossem estabelecidas depois de ouvidos todos os Estados membros”, de forma, assim, a escapar do *dictat* germânico (Eichengreen, 1996, p. 221).

A aceleração do crescimento dos países do SME em fins da década de 1980, impulsionado tanto pela reativação da economia mundial quanto pelo relaxamento das políticas restritivas do *Bundersbank*, proporcionou nova oportunidade para o avanço do processo de integração europeia. Aprovou-se, assim, em inícios de 1989, o Relatório Delors, que recomendava: (i) a eliminação imediata e completa dos controles de capital remanescentes; (ii) a imposição de limites estreitos para os déficits orçamentários; (iii) a proibição de financiamento dos Tesouros pelos bancos centrais; (iv) a formação de uma União Monetária em um espaço de dez anos. Nessa união, em vez de uma federação de bancos centrais, conforme proposto no Relatório Werner, seria instituído o Banco Central Europeu, encarregado de implementar a política monetária comum e emitir uma moeda da União.

Aprovando essas recomendações, o Tratado de *Maastricht*, firmado no dia 22 de fevereiro de 1992, estabeleceu três estágios para se atingir a União Monetária, com a eliminação pelos signatários dos controles de capital, o fortalecimento da independência dos bancos centrais e a compatibilização de suas leis internas com o Tratado no Estágio I. No Estágio II, que teria início em 1994, seria instituído o Instituto Monetário Europeu (IME), com a finalidade de estimular a coordenação das políticas macroeconômicas. Finalmente, no Estágio III, com início previsto para 1º de janeiro de 1999, seria consagrada a União Monetária Europeia (UME), com a o estabelecimento da moeda única e a substituição do IME pelo BCE. Atendendo às exigências germânicas, somente poderiam ingressar na União os países que se enquadrassem nos “critérios de convergência”, assim definidos: (i) inflação sem exceder em 1,5% nos últimos doze meses precedentes as menores taxas de inflação dos países membros; (ii) déficit público de, no máximo, 3% do PIB (iii) dívida pública de até 60% do PIB; (iv) taxa de juros de longo prazo que não tivesse excedido no ano precedente em mais de 2% as taxas dos três países membros com melhor desempenho em termos de inflação. Exceto pelo critério dos juros, os outros seriam permanentes, estando os países que não as cumprissem sujeitos a uma série de penalidades por parte da União Europeia.

O prosseguimento do processo integrador, contudo, foi conturbado pela reunificação da Alemanha, que resultou em drástica elevação das taxas de juros em todos os países sujeitos ao ERM,

num momento em que a economia norte americana entrava em contração e o dólar despencava. A recessão, cujo ápice foi em 1993, criou dificuldades adicionais, às quais se somaram ao plebiscito de 2 de junho, em que a Dinamarca rejeitou a participação na UME, desencadeando uma onda de ataques especulativos contra as moedas mais fracas do SME, que se desvalorizaram, não obstante a intervenção dos bancos centrais, forçando, em fins de julho de 1993, o alargamento da banda de flutuação cambial de 2,25% para 15%. Mas a recuperação da economia mundial, capitaneada pelos EUA, que se inseriu em novo ciclo de expansão até a crise do dot.com, em 2001, aliado ao “Acordo do Plaza Invertido”, favoreceram a retomada do crescimento da economia europeia, o qual, entretanto, viu-se arrefecido pela política monetária do *Bundesbank* e, a partir de 1999, do BCE.

De qualquer forma, o crescimento da economia europeia deu condições para que se cumprisse o cronograma estabelecido em *Maastricht*, tendo se procedido ao Estágio II em 1994, tendo o Conselho Europeu aprovado, no dia 17 de junho de 1997, o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), cujo objetivo era garantir a disciplina orçamentária no âmbito da UME. Tendo preenchido os critérios de convergência, a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal foram aceitos para compor a União. A Grécia ficou de fora por não tê-los preenchido, enquanto a Dinamarca, o Reino Unido e a Suécia optaram por não participar do Estágio III. Tendo sido estabelecidas de modo irrevogável as taxas de conversão entre as moedas nacionais e o euro no dia 31 de junho de 1998, procedeu-se, no dia seguinte, à instituição do Sistema Europeu de Bancos Centrais, capitaneado pelo BCE, em substituição ao IME. Seguiu-se um período de transição, que se encerraria no dia 1º de janeiro de 2002 com a entrada em circulação do euro e a retirada em circulação das moedas nacionais. Um ano antes, contudo, a Grécia foi autorizada a ingressar na União, por ter preenchido os requisitos do sistema.

### 3. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

Embora não haja referência, nos documentos que compõem o Tratado de Maastricht e o PEC às suas bases teóricas, parece não haver dúvidas de que, como salientam Ricardo e Selene Nunes (2000, p. 52),

[t]odos os pontos da pauta da integração monetária europeia – a tese da independência do Banco Central, a busca de equilíbrio orçamentário e a estabilidade do câmbio dentro de determinada faixa de variação – parecem apoiar-se na proposição de que a economia se auto ajustará desde que haja flexibilidade de salários e preços e a intervenção seja a menor possível”.

Isso se torna claro quando se considera os tetos do déficit fiscal de 3% do PIB e da dívida pública de 60% do PIB, para uma meta de meta de inflação de 2%, que, em conjunto, inviabilizaram de fato o manejo mais amplo da política fiscal, incapacitando-a de enfrentar crises sistêmicas. Com efeito, partindo-se da definição do FMI, em que o déficit público no ano  $t$  se iguala às Necessidades de Financiamento do Setor Público nesse ano ( $NFSP_t$ ), o qual se define como o diferencial entre a dívida



líquida do setor público ( $D_t$ ) nesse ano e a dívida no ano anterior ( $D_{t-1}$ ), conclui-se que a relação déficit/PIB ( $d_t$ ) no ano  $t$  está dada por

$$d_t = \text{NFSP}_t / \text{PIB}_t = (D_t - D_{t-1}) / \text{PIB}_t$$

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

$$d_t = (\pi_t + r_t) D_{t-1} / \text{PIB}_t - \text{Pg}_t / \text{PIB}_t$$

o que significa que, além obviamente da taxa real de juros, a relação déficit público/PIB está fortemente contaminada pela taxa de inflação.

Ora, para uma relação dívida/PIB de 60%, conforme estabelecido pelo PEC, uma meta de inflação de 2% a ser perseguida pelo BCE e uma taxa de juros real em torno de 2%,<sup>1</sup> tem-se uma correção monetária de 1,2% do PIB e uma carga de juros reais de mais 1,2% do PIB, o que significa que, no frigar dos ovos, a liberdade de manobra da política fiscal foi estabelecida em somente 0,6% do PIB. Este nível do parâmetro, claramente insuficiente para enfrentar qualquer contração cíclica do nível de atividade econômica, quanto mais uma crise sistêmica, confirma que, sem sombras de dúvida, o Tratado de Maastricht e o PEC foram montados sob a suposição de que os mercados são efetivamente resilientes, tornando desnecessário qualquer manejo de maior peso da política fiscal. Mais do que isso, qualquer política fiscal ativa que amplie o déficit público foi considerada como nefasta, devendo ser, pois, evitada.

Na verdade, subjacente tanto aos critérios de convergência quanto ao resto do arranjo institucional da UME, particularmente à independência do BCE e à sua impossibilidade legal de financiar os Tesouros nacionais e as próprias instituições financeiras esteve sempre o “novo consenso macroeconômico”, que, conforme sustentam Silva, Andrade e Rezende (2011, p. 23), teria balizado não apenas a atuação do BCE, mas a própria configuração da UME. Este “consenso”, por sua vez, se fundamenta na macroeconomia novo-keynesiana, desenvolvido por Edmund Phelps, David Romer, George Akerlof, George Mankiw, John Taylor, Joseph Stiglitz, Lawrence Summers, Olivier Blanchard, Robert Hall e Stanley Fischer, entre outros.<sup>2</sup> Esta abordagem,

embora rejeite as proposições dos economistas novo-clássicos, para os quais não somente a economia é autorreguladora, como não há desemprego voluntário e nem eficaz é a política econômica, de forma que o governo deve evitar qualquer intervenção, aceita que, no longo

<sup>1</sup> Média simples das taxas reais de juros de longo prazo dos países da Zona do Euro de 1999 a 2007.

<sup>2</sup> Veja-se Blinder (1988 e 1992), Howitt (1986), Blanchard e Fischer (1989), Mankiw e Romer (1991), Mankiw (1992) e Romer (1993 e 2006).

prazo, a economia tende para o pleno emprego e o nível de preços é determinado pela oferta de moeda, de caráter exógeno. Devido à existência de “choques”, o governo pode e deve intervir no curto prazo, mas sem tentar reduzir a taxa de desemprego abaixo de sua “taxa natural”, denominada NAIRU (*non accelerating inflation rate of unemployment*), pois isso levaria à aceleração inflacionária. Apesar de, no curto prazo, a política monetária afetar a renda real e, portanto, o nível do emprego, no longo prazo prevalece a denominada teoria quantitativa da moeda, o que significa que a taxa de inflação é, grosso modo, igual à diferença entre a taxa de crescimento da oferta de moeda e do produto real. Nesse contexto, ao banco central, que deve ser independente, caberia estabelecer uma meta de inflação, elevando-a caso o ritmo inflacionário efetivo ultrapasse a meta, e reduzindo-a na hipótese oposta. Quanto aos demais instrumentos de política econômica, o governo (no caso da União Europeia, os governos nacionais semi-independentes) deveria ater-se, tanto quanto possível, ao lado da oferta, incentivando o aumento da produtividade, com investimentos na modernização da infraestrutura e em tecnologias de ponta, e da competitividade, com a abertura e desregulamentação dos mercados. Isso conduziria a uma trajetória ótima, com o produto real se ajustando ao denominado produto potencial e a taxa de inflação convergindo para a meta (Gontijo e Oliveira, 2013, p. 77 – 78)

Em outras palavras, “a política monetária não teria efeito sobre variáveis reais [como a taxa de crescimento do PIB real e a taxa de desemprego] no longo prazo, uma vez que a economia alcançaria seu produto de pleno emprego, vigorando, segundo este pressuposto, o princípio da neutralidade da moeda, de modo que os valores de equilíbrio das variáveis reais seriam determinados pelo lado da oferta, independentemente da quantidade de moeda” (Silva, de Andrade e de Rezende, 2011, p. 18). Não seria por outro motivo, pois, que, para que se atingisse a taxa natural de desemprego num ambiente de baixa inflação, a política monetária teria de “ter um papel fundamental na economia, enquanto a política fiscal perde[ria] totalmente sua importância” exceto pela “premissa do orçamento equilibrado e controle dos gastos” (idem, p. 21), admitindo-se a intervenção governamental somente quando ocorressem falhas de mercado que impedissem a economia de atingir o PIB real correspondente à “taxa natural de desemprego”.

Mas, ao lado da teoria novo keynesiana, outra importante base teórica do arranjo monetário europeu está representada pela teoria da área monetária ótima, da qual, para Exemberger (2004, p. 6) o PEC decorre diretamente. Desenvolvida inicialmente por Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) e, posteriormente, ampliada através das contribuições de Corden (1972), Ishiyama (1975), Tower e Willet (1976) e Tavlas (1993), entre outros,<sup>3</sup> no seu núcleo

são analisados “dois poderes”: o poder da abertura econômica, dentro da área respectiva e o poder da convergência econômica. Ambos poderes atuam em favor da união monetária: quanto mais aberto forem os países (e maior a relação comércio/PIB), mais eles serão feridos por flutuações na taxa de câmbio e, desta forma, faz sentido introduzir uma única moeda (também devido aos seus efeitos em reduzir os custos do comércio por uma moeda comum); e,

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

quanto maior for a convergência econômica entre países, provavelmente menos assimétricos são os choques e, assim, menos necessário se torna corrigi-los através de mudanças nas taxas de câmbio. Os critérios de convergências são derivados diretamente desta análise, especialmente da “história de convergência” (...) e de uma terceira história importante: fornecer confiança para a união monetária.

É bem verdade que, paradoxalmente, logo após a assinatura do Tratado e do PEC, não foram poucos os autores que, lançando mão da própria teoria das áreas monetárias ótimas, os criticaram acerbamente, salientando que, segundo este corpo teórico, a união política teria de preceder a união monetária. A razão é que, para que uma zona monetária seja ótima, requerer-se não somente que suas regiões sejam “afetadas simetricamente por distúrbios” (Eichengreen, 1997, p. 51), mas que haja uma política econômica única, o que pressupõe a unidade política. Esta crítica, contudo, parece desfocada, a UME representar um desdobramento de um processo de integração de diferentes países, cuja política econômica poderia ser, até certo ponto harmonizada, mas nunca unificada. A poção, portanto, não residiu em proceder à unificação política para, a seguir, processar a unificação monetária, mas entre em progredir no processo de integração econômica europeia ou não.

Na verdade, o maior problema da teoria das áreas monetárias ótimas é o mesmo da macroeconomia novo keynesiana (MNK), por aceitar que, contrariamente ao princípio da demanda efetiva de Keynes, as forças do mercado conduzem a economia para a sua posição de equilíbrio no longo prazo – definida por uma “taxa natural” de desemprego –, de modo que as flutuações cíclicas são de pequena amplitude e de curta duração. Além disso, ambas também aceitam que a moeda, apesar de ser neutra no longo prazo, não o é no curto prazo, em razão da rigidez de preços e salários, de modo que a política monetária tem efeitos reais no curto prazo, mesmo assumindo a racionalidade dos agentes econômicos. Todavia, qualquer tentativa da política econômica de reduzir a taxa de desemprego abaixo da “taxa natural” teria efeitos inflacionários, afetando negativamente a confiança dos agentes, o que, de mais a mais, aumentando a volatilidade dos mercados. Daí ser importante a independência do banco central, que deve ficar imune às pressões da classe política, assim como o estabelecimento de limites estreitos ao gasto público, de forma a impedir a perda da confiança do mercado, o que, além de acelerar o processo inflacionário, teria impactos negativos ao nível dos investimentos. A diferença entre as duas abordagens, portanto, somente se resumiria numa questão de dosagem, na medida em que, em geral, os defensores do “novo consenso” admitiriam que as falhas de mercado, traduzidas em termos de rigidez de preços e salários, seriam maiores, o que abriria maior espaço para a intervenção da política macroeconômica.

Contudo, em quaisquer de suas vertentes, esta perspectiva, conforme sustenta Gontijo (2009, p. 296), “parece eivada de dificuldades e contradições, a começar pelo caráter arbitrário e ‘ad hoc’ de muitas das hipóteses que utiliza para explicar a não neutralidade da moeda e a existência de desequilíbrios, particularmente no mercado de trabalho, o que impede concebê-la como totalidade sistemática”. Assim, por exemplo, se a teoria admite que, no longo prazo, a oferta de moeda determina o nível de preços, contraditoriamente o instrumento da política de controle inflacionário é a taxa real de juros que, contudo, conforme dispõe a teoria da preferência intertemporal de Fisher – também aceita pelos teóricos da MNK –, é variável real que regula a relação entre consumo presente e consumo futuro. Aliás, tampouco a MNK explicita como o banco central determina a taxa de juros,

visto que teoria neoclássica, que representa seu fundamento de longo prazo, concebe a oferta de moeda como vertical no espaço taxa de juros x renda nominal. O problema, portanto, não diz respeito à flexibilidade ou rigidez dos preços, explicada por sindicatos, legislação ineficiente, etc., e muito menos ao horizonte temporal da análise, mas ao funcionamento dos mercados de moeda e de capitais. E esta dificuldade não pode ser resolvida recorrendo-se à distinção de Wicksell (1935, cap. 9 e 1936, p. 190-208), entre a “taxa de juros de mercado”, determinada no mercado de crédito bancário, e a “taxa natural de juros”, que equilibra poupança e investimento, pois isso equivaleria a admitir, como salienta Soromenho (1995, p. 98-99), que a moeda “induz alterações reais da economia”, perdendo, por conseguinte, o atributo de neutralidade. E como se não bastasse, estudos econométricos exaustivos<sup>4</sup> têm mostrado o reduzido papel explicativo da moeda nas flutuações no produto nominal, de modo que se pode afirmar que a moeda é âncora fraca para o nível de preços (Gontijo, 1997), o que, aliás, responde pelo abandono do regime de metas monetárias (veja-se, por exemplo, Bernanke, Mihov e King, 1997).<sup>5</sup> Mas além disso e das dificuldades de compatibilizar as previsões da teoria com a realidade empírica,<sup>6</sup> o seu problema mais grave, todavia, diz respeito às suas bases neoclássicas, cuja coerência formal “tem sido questionada desde que Joan Robinson (1953-54) mostrou o caráter circular do conceito de função de produção e que ficou claro, com Sraffa (1960), que a teoria da produtividade marginal dos fatores não prevalece numa economia com bens de capital heterogêneo” (Gontijo, 2009, p. 295).

Como consequência, não há nenhuma “taxa natural de desemprego” para a qual o sistema convirja, a oferta de moeda de crédito é largamente endógena, de forma que o nível de preços dela pouco depende, sendo reduzida a relação entre demanda agregada e taxa de inflação. Mais do que isto, os mercados não são resilientes, prevalecendo o princípio keynesiano da demanda efetiva, de modo que tanto a política monetária quanto a política fiscal afetam o nível de emprego e de renda no curto e no longo prazos.

#### 4. A CRISE DA DÍVIDA SOBERANA DA EUROPA E O BCE

A maior dificuldade do pensamento conservador, inclusive dos neoclássicos e novo keynesianos, defensores do “novo consenso macroeconômico”, consiste em sustentar a crença de que a “prevaricação fiscal está na origem da crise”, pois conforme apontou o editor do *Financial Times*, Martin Wolf, em sua coluna de 6/12/2011, antes da crise do *subprime*,

---

<sup>4</sup> Os textos clássicos a respeito são os de Sims (1980a e 1980b)

<sup>5</sup> Mesmo a Alemanha, país em que, diz-se, a experiência com metas monetárias foi bem sucedida, utilizou, durante o período de vigência desse regime, a taxa de juros como instrumento de política monetária. Ressalte-se, de mais a mais, que, entre 1975 e 1996, a meta de crescimento da oferta de moeda não foi atingida em 10 vezes, ou seja, aproximadamente em metade dos casos! (veja-se Issing, 1997).

<sup>6</sup> Assim, por exemplo, Ball (1994) mostrou que a teoria prevê que políticas de desinflação anunciada por bancos centrais com credibilidade geram fases de expansão econômica, em vez de contrações, conforme ocorre na prática, enquanto Fuhrer e Moore (1995) e Mankiw (2001) apontam ser problemático explicar a inércia inflacionária por intermédio da denominada curva de Phillips, conforme dispõem várias de suas versões.

todos os países, exceto a Grécia, caíram abaixo do famoso limite de 3% do Produto Interno Bruto. Com uma aplicação desse critério, escapariam ilesos todos os membros (...) atingidos pela crise, à exceção da Grécia. Além disso, os quatro piores casos depois do grego seriam Itália e então França, Alemanha e Áustria. Por seu turno, Irlanda, Estônia, Espanha e Bélgica tiveram bons desempenhos ao longo desses anos. Depois da crise, o cenário mudou, com enorme (e inesperada) deterioração nas posições fiscais da Irlanda, de Portugal e da Espanha (embora não da Itália). No geral, porém, os déficits fiscais eram inúteis como indicadores de crises iminentes. Agora consideremos a dívida pública. Com base nesse critério, teriam sido detectados problemas com a Grécia, Itália, Bélgica e Portugal. Mas Estônia, Irlanda e Espanha tinham posições de endividamento público muitíssimo melhores que a da Alemanha. De fato, com base em seu déficit e no desempenho de sua dívida, a Alemanha pré-crise chegava a parecer vulnerável. De novo, após a crise, o quadro transformou-se rapidamente. A história da Irlanda é surpreendente: em apenas cinco anos o país sofreu um salto de 93 pontos percentuais na proporção entre sua dívida pública líquida e seu PIB.

Descartada, então, a hipótese da prevaricação fiscal, a questão que se coloca é a seguinte: porque a crise, que atingiu a Grécia em fins de 2009 não ficou restrita a este país, mas se espalhou para todos os outros PIIGS, não obstante os reiterados “pacotes” de socorro por parte da União Europeia e do FMI, tendo inclusive desembocado, como mostram Gontijo e Oliveira (2012, p. 139 – 152), em novo pânico global em agosto de 2011?

Ao que tudo indica, a resposta se encontra nos próprios defeitos institucionais da União Monetária, resultantes de sua equivocada base teórica, apontados por Bordo e Jonung (1999, p. 1), a saber: “(1) a ausência de um emprestador central de última instância para a UME, (2) a falta de uma autoridade central supervisionando os sistemas financeiros da UME, (3) o fraco controle democrático (responsabilidade) do BCE”. Isto para não mencionar os “critérios indevidamente restritivos para a dívida doméstica e os déficits [públicos] estabelecidos pelas regras de Maastricht e o Pacto de Estabilidade”.

De fato, se, por um lado, os estritos limites então estabelecidos para o déficit e a dívida pública inibiram o crescimento dos países da UEM, contribuindo para piorar o seu balanço fiscal, foi somente a partir da eclosão da crise do *subprime* que, como salienta Wolf, ocorreu forte deterioração do mesmo, assim como dos países fora do bloco, como no caso da Grã Bretanha, dos EUA e do Japão. Mas, enquanto estes últimos conseguiram superá-la num espaço de tempo relativamente curto, a UEM acabou por afundar na crise da dívida soberana, que assumiu proporções inéditas. A explicação reside, em primeiro lugar, na recusa do BCE em atuar como emprestador de última instância, o que, para começar, induziu os Tesouros a assumirem o socorro do sistema financeiro, o que levou à deterioração de seu balanço fiscal, contribuindo decisivamente, no caso da Irlanda e da Espanha, para a sua bancarrota financeira, através de pesado endividamento, num contexto francamente adverso.

Na verdade, pelo artigo 18 de seu Estatuto, o BCE está autorizado a “intervir nos mercados financeiros, quer comprando e vendendo (à vista e a prazo) ou ao abrigo de acordos de recompra e de concessão de empréstimo de ativos e instrumentos negociáveis”, assim como a “realizar operações de crédito com instituições de crédito e outros participantes do mercado, com os empréstimos sendo

baseado em garantias adequadas”. Contudo, por entender que as “garantias adequadas” excluía ativos depreciados, como, por exemplo, hipotecas vencidas e seus derivativos, o BCE deixou de salvar as instituições financeiras em processo de bancarrota, não obstante ter proporcionado, através de operações de recompra, vultosos recursos para as mesmas, a título de liquidez.<sup>7</sup> A tarefa, portanto, ficou à cargo dos Tesouros nacionais, que, por não emitirem moeda, não estavam aparelhados para tal.

No caso da Grécia, quando da eclosão da crise do *subprime*, os bancos do país a enfrentaram “a partir de uma base sólida, estando relativamente protegidos. Bem fundamentados em um modelo tradicional de sistema bancário e com uma expressiva base em depósitos, os bancos gregos eram orientados para o varejo e não tinham ativos tóxicos ou veículos especiais de investimento” (Pagoulatos e Quaglia, 2010, p. 6). Todavia, “testes de *stress* conduzidos em princípios de 2009 pelo Banco da Grécia sugeriram uma exposição significativa dos bancos gregos ao risco de crédito (...), riscos *cross-border* (de uma grande exposição ao Sudeste da Europa, montando a € 53 bilhões), risco de mercado (...) e risco de liquidez” (idem, p. 9). Para enfrentá-los, o governo grego ampliou os limites do seguro de depósitos de € 20 mil para € 100 mil, disponibilizou injeções de capital até € 5 bilhões, assistência de liquidez de € 8 bilhões e garantias de *funding* de até € 15 bilhões.

No caso da Irlanda, o governo do país decidiu, no dia 29 de setembro de 2008, “assumir os riscos das operações das instituições financeiras, que se haviam enredado em alucinado processo especulativo com imóveis nos anos anteriores,<sup>8</sup> numa operação estimada em € 440 bilhões para resgatar 7 bancos (Gontijo e Oliveira, 2012, p. 114). Um ano depois, ainda criou a Agência Nacional de Gerenciamento de Ativos (*National Asset Management Agency*, NAMA), destinada a remover os ativos tóxicos de seis bancos irlandeses. Como resultado do extraordinário aumento dos gastos públicos resultante dessas iniciativas, num contexto de queda da arrecadação causada pela crise do *subprime*, ocorreu dramática mudança do balanço fiscal, que passou de um superávit de 2,9% do PIB em 2006 para um déficit de 32,0% em 2010, enquanto a dívida pública saltava de 12,1% para 78,0% do PIB no mesmo período, chocando os investidores, que, já escaldados pelo caso grego, entraram em pânico.

Situação similar ocorreu com a Espanha, quando, em julho de 2007, estourou a “bolha imobiliária”, que, alimentada pela redução da taxa de juros requerida pelo acordo de *Maastricht*, resultara em um aumento de 150% dos preços dos imóveis entre 1998 e 2008, provocando um frenesi de construções que repercutiu forte e positivamente sobre o crescimento econômico do país. Com a queda espetacular dos preços dos imóveis, não apenas a economia desacelerou fortemente, prenunciando o mergulho na recessão, mas o aumento da inadimplência entre os mutuários fez com que, em maio de 2010, os créditos considerados problemáticos atingissem € 165 bilhões, ou quase 37% dos créditos habitacionais, muito acima da sua capacidade de absorção de perdas.<sup>9</sup> O pior é que também as construtoras, muitas das quais já haviam entrado em falência em 2009, deixaram de honrar seus compromissos junto às “Caixas” (bancos não corporativos de poupança e empréstimo imobiliário). E o início do resgate das Caixas pelo governo espanhol, em março de 2009, levou à

<sup>7</sup> Veja-se European Central Bank, 2010 e 2011.

<sup>8</sup> De 1996 a 2006 os preços dos imóveis residenciais quase que quadruplicaram, enquanto a participação da indústria da construção no PIB aumentou de 11% para 21%, favorecendo o rápido crescimento da arrecadação tributária.

<sup>9</sup> Segundo estimativas de analistas, existiam em inícios de 2011 cerca de 1,5 milhão de imóveis não ocupados na Espanha e levaria seis anos até que essas propriedades fossem vendidas.

ruptura da confiança, causando “verdadeira corrida bancária, com a queda das ações dos bancos, para não falar nos depósitos e demais aplicações financeiras,<sup>10</sup> induzindo o governo a novas intervenções, com a ampliação do déficit e da dívida pública<sup>11</sup> num momento de forte queda da arrecadação tributária, reforçando a crescente perda de confiança por parte dos investidores” (Gontijo e Oliveira, 2012, p. 134).

Apesar da relativamente sólida situação das instituições financeiras da Itália quando da quebra do *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, as autoridades do país responderam à crise principalmente através de três ações (Pagoulatos e Quaglia, 2010, p. 8): “a recapitalização dos bancos italianos através de fundos públicos, o apoio para as operações destinadas a lidar com a grave escassez de liquidez e a concessão de garantias estatais para os depositantes”. Para tanto, foram emitidos títulos públicos para reforçar o capital do *Banco Popolare*, *Monte dei Paschi di Siena*, *Banca Popolare di Milano*, *UniCredit* e *Banca Intesa*, numa operação de € 10 bilhões.

Mas, se, em todas essas operações, a ausência de um banco central que socorresse os bancos, através da emissão monetária, induziu os Tesouros a cumprir esse papel, deteriorando seu equilíbrio financeiro, tampouco o BCE comprou os títulos de dívida soberana dos países afetados pela crise, o que resultou na forte elevação dos seus *spreads*, assim como dos prêmios dos *credit default swaps* correspondentes.<sup>12</sup> Nesse caso, a justificativa foi o artigo 21 do Estatuto do BCE, que proíbe (CDS) expressamente “saques a descobertos ou qualquer outro tipo de linha de crédito do BCE ou dos bancos centrais nacionais em benefício de instituições ou organismos da Comunidade, governos centrais, regionais, locais ou outras autoridades públicas, dos outros organismos governados por lei pública, ou empresas públicas dos Estados-Membros”, assim como “a compra de instrumentos de dívida pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais”. E o resultado foi a crise grega, que poderia ter sido contida, caso o BCE tivesse adquirido, na margem, os títulos públicos do país, sustentado, assim, os *yields* (taxa de juros), o que evitaria a sua decolagem e, com ela, a ampliação do déficit fiscal grego. O mesmo, na verdade, é válido para os outros países, inclusive Portugal, que, embora vítima de Maastricht, que lhe tolheu o crescimento econômico, mesmo assim apresentava relativo equilíbrio fiscal em 2007 (déficit operacional de apenas 1,0% do PIB).

Como comentou o colunista da *Reuters* e do *International Herald Tribune*, James Saft, em coluna de 7 de outubro, os investidores exigem maiores *yields* e prêmios de seguro “quando encaram os títulos de dívida soberana como risco de crédito; é quase inevitável que pressionam, e, ao fazê-lo, enfraquecem o tomador de recursos sem forte suporte até que finalmente o derrubam”. Para interromper este processo, seria necessário um *circuit breaker*, mas a Zona do Euro, ao contrário da Grã Bretanha e dos EUA, não o tinha. A UME, portanto, estava “à mercê dos mercados, abandonada sem um banco central ou uma força externa que [pudesse] romper com o círculo [vicioso] e impor a ordem”.

<sup>10</sup> Somente nos quatro primeiros meses de 2010 houve uma redução de depósitos da ordem de € 21,6 bilhões.

<sup>11</sup> De forma similar ao que ocorreu com a Irlanda, o balanço fiscal da Espanha saiu de um superávit de 2,0% do PIB em 2006 para um déficit de 9,2% do PIB em 2010, enquanto a dívida saltava de 30,5% para 48,7% no mesmo período.

<sup>12</sup> *Credit default swaps* são títulos que obrigam seus emissores a pagarem determinada soma aos seus possuidores caso determinada operação de crédito nele especificada não seja honrada, ou o seja abaixo do preço especificado pelos tomadores de recursos, funcionando, assim, como um seguro.

É claro que, conforme registraram Gontijo e Oliveira (2012, p. 204 – 214), diante da ameaça de ruptura do bloco, com a perda de controle sobre a crise, o BCE terminou finalmente por relaxar suas exigências de garantias e, no dia 20 de dezembro de 2012, tornou operacional sua nova linha de refinanciamento LTRO (*Long Term Refinancing Operation*), com recursos de longo prazo (3 anos) e custos de apenas 1% ao ano. Através dessa operação, cujo montante chegou a € 489,2 bilhões (5% do PIB da Zona do Euro), o BCE passou a aceitar títulos de classificação de risco mais baixas, ou seja, a absorver ativos relativamente tóxicos. Seguiu-se, no dia 29 de janeiro de 2012, nova injeção de recursos (€ 529 bilhões) através do mesmo mecanismo, mas, desta feita, se permitiu a utilização de títulos soberanos ou seus derivativos como garantia, quebrando-se, dessa forma, no espírito e na letra, a equívoca legalidade instituída em Maastricht.

## 5. AS POLÍTICAS DE AJUSTAMENTO

Se, conforme visto na seção 5, as amarras colocadas à atuação do BCE como prestador de última instância, inclusive do setor público, foram decisivas para a ampliação da crise grega, transformando-a em sistêmica, coube às políticas de ajustamento exigidas pela União Europeia e pelo FMI aprofundar a contração econômica no âmbito dos PIIGS.

O primeiro “pacote” de socorro à Grécia, aprovado pelo Conselho de Ministros da Grécia no dia 2 de maio de 2010, envolvendo € 110 bilhões provenientes da União Europeia e do FMI, seguia o receituário tradicional desta última instituição, contemplando cortes dos gastos públicos, particularmente dos salários e pensões do funcionalismo, e a elevação da carga tributária, além da constituição de um Fundo, destinado a “fortalecer e salvaguardar o sistema financeiro”. Os € 80 bilhões a serem fornecidos pela União seriam coletados através do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, instituído no dia 9 do mesmo mês, que emitiria títulos até € 440 bilhões para resgatar os estados membros em dificuldades. Como no caso dos acordos *Stand By* do FMI, esses empréstimos estariam sujeitos a condicionalidades de natureza semelhante.

As mesmas medidas ortodoxas de ajustamento foram adotadas autonomamente ou por imposição da União Monetária/FMI por todos os países europeus que implementaram programas de ajuste a partir de então, a começar pela Irlanda e Portugal, que foram contagiados pela crise grega no mesmo ano. Também a Espanha e a Itália se viram, em 2011, engolfadas na tormenta, e, assim como a própria França, passaram a implementar drásticos programas de corte das despesas públicas e de aumento da arrecadação tributária.

Embora, particularmente antes do aprofundamento da crise europeia, em meados de 2011, esses “pacotes”, por atender os interesses imediatos dos investidores, tenham sido aplaudidos pelo “mercado”, só não surpreende que tenham se tornado uma estratégia “oficial” da União Europeia e dos próprios governos dos países membros em razão da hegemonia ideológica do “novo consenso macroeconômico” no seu seio. É claro que, em se tratando do FMI, o receituário se justifica inteiramente, por forçar o ajustamento do balanço de pagamentos a custas, em grande parte, da recessão. No caso, contudo, de economias em que o problema é a perda de credibilidade dos credores por conta do surgimento de elevados déficits públicos, o modelo de ajuste via corte do gasto público e



aumento da tributação é contraproducente, em razão dos seus efeitos perversos sobre a renda. Isso porque a redução da despesa pública, graças ao multiplicador keynesiano,<sup>13</sup> afeta negativamente a renda num múltiplo do seu montante, o que, por sua vez, resulta em queda da arrecadação tributária, reduzindo a eficácia da medida para equilibrar o orçamento. O mesmo, aliás, ocorre quando se realiza uma elevação da tributação.

A Tabela 1 retrata as variáveis que entram na determinação do multiplicador, assim como os efeitos de um corte dos gastos e de um aumento da tributação em € 10 bilhões sobre a renda e a própria arrecadação tributária para a França, a Alemanha e os PIIGS. Apesar dos parâmetros utilizados, que tomaram como base o período 2005-2009, tenham mudado como consequência tanto da crise quanto das próprias medidas de ajuste, ainda assim se pode ter ideia aproximada dos impactos dessas medidas implementadas pelos PIIGS e pela própria França, em resposta ao rebaixamento da “nota” de seus títulos pelas agências de classificação de risco. Conforme se verifica, exceto para o caso da Irlanda, os ganhos de um corte de gastos de US\$ 10 bilhões e de um aumento da tributação de mesmo valor sobre o déficit público são reduzidos para os PIIGS, embora tenham impacto significativo sobre a renda desses países.<sup>14</sup>

**TABELA 1**  
**Multiplicador Keynesiano e Efeitos de um Corte de Gastos e de um Aumento da Tributação**  
**de US 10 bilhões sobre a Renda e o Déficit Público**  
**Em US\$ bilhões**

Países	Prop. a Cons. (%)	Carga Trib. (%)	Prop. a Imp. (%)	Mult.	Corte dos Gastos			Aumento da Tributação		
					Renda	Rec. Trib.	Déficit	Renda	Rec. Trib.	Déficit
França	101,35	43,62	27,46	1,42	-14,22	-6,20	3,80	-14,41	-6,29	3,71
Alemanha	90,72	36,06	38,44	1,24	-12,43	-4,48	5,52	-11,28	-4,07	5,93
PIIGS	95,26	38,76	32,19	1,35	-13,54	-5,25	4,75	-12,90	-5,00	5,00
Portugal	96,61	31,74	39,06	1,37	-13,68	-4,34	5,66	-13,21	-4,19	5,81
Irlanda	69,02	29,98	72,17	0,81	-8,08	-2,42	7,58	-5,51	-1,67	8,33
Itália	103,32	42,68	27,52	1,46	-14,64	-6,25	3,75	-15,13	-6,46	3,54
Grécia	106,96	31,28	33,17	1,68	-16,75	-5,24	4,76	-17,91	-5,60	4,40
Espanha	97,79	34,68	31,01	1,36	-13,58	-4,71	5,29	-11,92	-4,13	5,87

Fonte: Gontijo e Oliveira, 2012, p. 189.

<sup>13</sup> A fórmula do multiplicador é dada por

$$\text{Multiplicador} = \frac{1}{1 - b(1 - t) + m}$$

<sup>14</sup> A explicação da propensão marginal a consumir ser maior do que um no caso da França, Itália e Grécia está no crédito. Já o fato do multiplicador keynesiano ser menor do que a unidade no caso da Irlanda se explica pela elevada propensão a importar.

Não foi sem motivo, pois que, como reclamava Wolfgang Munchau, em artigo do *Financial Times* de 4 de dezembro de 2011, todos os esforços dos líderes europeus para resolver a crise tinham falhado até então. Afinal, eles “jamais entenderam a dinâmica econômico financeira por detrás da crise”, atribuindo-a erroneamente “ao fracasso da disciplina fiscal”. Aliás, a mesma opinião foi expressa pelos milhares de economistas que, desde o dia 28 de junho de 2012, assinaram o Manifesto de Sensatez Econômica, lançado por Paul Krugman.

Mas apesar do fiasco e das muitas críticas de economistas de renome, a liderança da União Europeia insistiu em ampliar a dose dos mesmos remédios,<sup>15</sup> apegados ao “novo consenso macroeconômico” e à teoria das áreas monetárias ótimas. De saída, a declaração do Conselho Europeu de 9 de dezembro de 2011 reafirmou que a estabilidade e integridade da UME requeriam uma “união fiscal genuína” do bloco, ou seja, “um forte pilar econômico”, baseado, entre outras coisas, no fortalecimento da disciplina fiscal e na competitividade das economias.

Pelo novo “compacto fiscal” – o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança da União Econômica e Monetária – assinado em 2 de março de 2012 por todos os Estados membros da União Europeia (UE), exceto pela República Checa e pelo Reino Unido e que entrou em vigor no dia 1º de janeiro de 2013 –, os déficits fiscais “estruturais” não poderiam exceder a 0,5% do PIB. Aqueles países que ultrapassassem este limite, teriam de “apresentar à Comissão e ao Conselho [Europeus] para aprovação um programa de parceria econômica detalhando as reformas estruturais necessárias para garantir uma correção efetivamente duradoura dos déficits excessivos” (*European Council*, 2011). Por outro lado, “a implementação do programa e os planos orçamentários anuais consistentes com ele”, seriam “acompanhados pela Comissão e pelo Conselho” (*idem*), o mesmo ocorrendo com aqueles países cuja relação dívida/PIB ultrapassasse 60%. Pelo novo tratado, o Tribunal de Justiça da União Europeia ficou encarregado de avaliar a implementação do novo acordo ao nível da legislação de cada país, estando o infrator sujeito a uma multa de até 0,1% do PIB. Finalmente, de forma a evitar que crises bancárias afetem as finanças públicas dos países membros, os líderes europeus concordaram e permitir que o denominado Mecanismo Europeu de Estabilidade, que, a partir de 27 de setembro de 2012, substituiu o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, emprestasse diretamente aos bancos com problemas.

Paralelamente, por iniciativa da Alemanha e da França, o Conselho Europeu lançou, em 25 março de 2011, o Pacto Euro Plus, como seria chamado, prevendo o aumento da competitividade a ser proporcionado por medidas de redução dos custos de mão de obra e de aumento da produtividade. Para tanto, previu-se, entre outras medidas, as seguintes: (i) abolição da indexação salarial; (ii) redução do “grau de centralização do processo de barganha salarial” (iii) corte dos salários dos servidores públicos; (iv) flexibilização das relações de trabalho; (v) ampliação da desregulamentação das indústrias; (vi) melhoria da infraestrutura econômica e da educação; (vii) limitação das aposentadorias acima de 55 anos; (viii) estabelecimento de limites estreitos para o déficit e a dívida

---

<sup>15</sup> Assim, por exemplo, a chanceler Angela Merkel, em apresentação à Câmara Baixa do Parlamento Europeu no dia 2 de dezembro, afirmou que a Eurozona necessitava de uma nova “união de estabilidade”, com controles fiscais e regulamentações da dívida ainda mais rígidos, de modo a se evitar as repetidas desobediências que haviam ocorrido no passado. Também o presidente do BCE, Mario Draghi, declarou que, para combater as crises, os governos nacionais, teriam de firmar um pacto fiscal que garantisse o equilíbrio das finanças públicas no longo prazo.

pública; (viii) ampliação da regulamentação financeira; (ix) ampliação da coordenação fiscal, inclusive para evitar fraudes e a evasão fiscal.

## 6. À GUIA DE CONCLUSÃO

A partir da discussão acima, parece difícil deixar de concordar com o Manifesto de Krugman, que serve para concluir este artigo. Para começar, conforme sustenta o mesmo, a persistência da crise da Eurozona se deve ao fato da liderança europeia basear-se “nas mesmas ideias que nortearam a política [econômica] na década de 1930. Essas ideias, há muito refutadas, envolvem erros profundos tanto sobre as causas da crise quanto sobre sua natureza e a resposta apropriada” (§ 1). Apesar disso, “[c]omo resultado dessas ideias equivocadas, muitos líderes políticos ocidentais estão provocando enorme sofrimento em seus povos” (§ 16).

É claro que “[m]uitos formuladores de políticas insistem que a crise foi causada pelo endividamento público irresponsável”, porém, “[c]om poucas exceções - que não a Grécia - isto é falso” (§ 3), pois,

[e]m vez disso, as condições para a crise foram criadas pelo excesso de endividamento do setor privado e de empréstimos, inclusive por parte dos bancos super alavancados. O colapso desta bolha levou a enormes quedas da produção e, portanto, das receitas fiscais. Assim, os grandes déficits públicos que vemos hoje são uma consequência da crise, não a sua causa (§ 3).

Quando bolhas imobiliárias em ambos os lados do Atlântico explodiram, grande parte do setor privado cortou os gastos, na tentativa de saldar as dívidas passadas. Esta foi uma resposta racional por parte dos indivíduos, mas – assim como a resposta similar dos devedores na década de 1930 – tem-se revelado coletivamente auto-destrutiva, pois os dispêndios de uma pessoa são a renda de outra pessoa. O resultado do colapso de gastos tem sido uma depressão econômica que aumentou a dívida pública (§ 4).

No momento em que o setor privado está envolvido em um esforço coletivo para gastar menos, a política pública deve agir como uma força estabilizadora, tentando sustentar os gastos. Pelo menos, não deveríamos estar fazendo coisas piores através de grandes cortes nos gastos do governo ou grandes aumentos nos impostos sobre as pessoas comuns. Infelizmente, isso é exatamente o que muitos governos [da UME] estão fazendo agora (§ 5).

Depois de responder bem na primeira, a fase aguda da crise econômica, a sabedoria política convencional tomou um rumo errado – concentrando-se [no corte dos] déficits orçamentários, que são principalmente o resultado da queda da receita induzida pela crise, argumentando que o setor público deve tentar reduzir suas dívidas conjuntamente com o setor privado. Como resultado, em vez de jogar um papel estabilizador, a política fiscal acabou por reforçar e agravar os efeitos nocivos dos cortes de gastos do setor privado (§ 6).

Só falta, assim, acrescentar, em primeiro lugar, que, conforme visto, estes erros estão institucionalizados nos mecanismos da UME ironicamente destinados a evitar as crises econômicas, mecanismos estes que, por mais paradoxal que pareça, foram reforçados e não relaxados depois da

eclosão da crise da dívida soberana da Europa, que, por sinal, só não desembocou em verdadeira ruptura pela atuação do BCE, ao descartar elementos cruciais de seu estatuto. Mais do que isto, um dos grandes responsáveis pela crise foi, conforme previram Bordo e Jonung, a ausência de um prestador central de última instância, para não falar no fraco controle democrático não apenas do BCE, mas de toda a União Europeia, que faz com que demandas populares, mesmo fortemente verbalizadas nas ruas, não se traduzam em políticas governamentais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALL, Laurence. Credible disinflation with staggered price setting. *American Economic Review*, vol. 84, n. 1, p. 282-289, 1994.
- BLANCHARD, Oliver Jean e FISCHER, Stanley. 1989. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1994.
- BLINDER, Alan S. A Keynesian Restoration is Here. *Challenge*, v. 35, n. 5, p. 11 – 18, set./out. 1992.
- \_\_\_\_\_. Fall and Rise of Keynesian Economics. *Economic Record*, vol. 64, n. 4, p. 278–294, dez. 1988.
- BORDO, M. D. e JONUNG, L. The future of EMU: What does the history of monetary unions tell us? *NBER Working Papers* n. 7365, set. 1999.
- EICHENGREEN, B. 1996. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- \_\_\_\_\_. 1997. *European Monetary Unification: Theory, Practice, and Analysis*. Massachusetts: MIT Press, 1998.
- \_\_\_\_\_. European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXI, pp. 1321-1357, Set. 1993.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. Euro area markets for banks' long-term debt financing instruments: recent developments, state of integration and implications for monetary policy transmission. *Monthly Bulletin*, nov., p. 73 – 90, 2011.
- \_\_\_\_\_. The ECB's response to the financial crisis. *Monthly Bulletin*, out., p. 59 – 84, 2010.
- EUROPEAN COUNCIL. *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*. Bruxelas, 9 de dezembro de 2011.
- EXENBERGER, Andreas. The Stability and Growth Pact Experience and Lessons to be Learnt for Europe and the World. Working Paper 04/05. Department of Economics, University of Innsbruck (Austria), Nov. 2004.
- FUHRER, Jeffrey, e MOORE, George. Inflation persistence. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n. 1, p. 127-160, fev. 1995
- GONTIJO, Cláudio. Notas Críticas sobre a Macroeconomia Novo-Keynesiana. *Revista de Economia Política*, vol. 29, n. 2, p. 285-301, 2009.
- \_\_\_\_\_. Moeda, juros e nível de preços: uma abordagem clássica. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 51, n. 2, p. 253-75.
- GONTIJO, Cláudio; e de OLIVEIRA, Fabrício Augusto. *A Crise da União Europeia*. Belo Horizonte: ASSEM/CORECOM, 2012.
- HORVATH, J., 2003. Optimum currency area theory: A selective review. *BOFIT Discussion Papers* n. 15, 2003.
- HOWITT, Peter. The Keynesian recovery. *Canadian Journal of Economics*, vol. 19, n. 4, p. 626-641, 1986.
- ISHIYAMA, I. The theory of optimum currency areas: A survey. *International Monetary Fund Staff Papers* n. 22, p. 344-83, 1975.

- KENEN, P. B. “The Optimum Currency Area: An Eclectic View”, In MUNDELL, R. A. e SWOBODA (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- MANKIW, Gregory N. The inexorable and mysterious trade off between inflation and unemployment. *Economic Journal*, vol 111, p. C45-C61, 2001.
- \_\_\_\_\_. The reincarnation of Keynesian economics. *European Economic Review*, vol. 36, p. 559-565, abr. 1992.
- MANKIW, N. Gregory, e ROMER, D. (eds.). 1991. *New Keynesian Economics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1993. 2 vol.
- McKINNON, R. I. Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, vol. 52, p. 717-725, set. 1963.
- MONGELLI, F. P. “New” views of the Optimum Currency Area Theory: What is MEU Telling Us? Frankfurt: European Central Bank, abr. 2002.
- MUNDELL, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, vol. 51, n. 4, p. 657–665.
- NUNES, Ricardo da Costa; e NUNES, Selene Peres. União Monetária Europeia – UME: Evolução Recente e Perspectivas. *Revista de Economia Política*, v. 20, n. 17, p. 51-72; jan.-mar. 2000.
- PAGOULATOS, George; e QUAGLIA, Lucia. *Italy and Greece: Financial crisis as sovereign debt crisis*. Atenas: Athens University of Economics, set. 2010. Mimeo.
- ROBINSON, Joan. 1953-54. The production function and the theory of capital. *Review of Economic Studies*, 21: 81-106.
- ROMER, David. The new Keynesian synthesis. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n. 1, p. 5-22, 1993.
- \_\_\_\_\_. 2006. *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill.
- SIMS, Christopher A. Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48, Jan., p. 1 – 48, 1980a.
- \_\_\_\_\_. Comparison of interwar and postwar business cycles: Monetarism reconsidered. *American Economic Review*, vol. 70, May, p. 250-257, 1980b.
- SILVA, Fernanda Faria; de ANDRADE, Carla Michelle Coelho; e de REZENDE, Luiz Paulo. Políticas macroeconômicas da União Monetária Europeia: as dificuldades na manutenção do padrão “one model fits all” para os países membros. *Leituras de Economia Política*, vo. 18, p. 15-41, jul. 2011.
- SRAFFA, Piero. 1960. Produção de Mercadorias por Meio de Mercadorias. In: KEYNES, J. M.; KALECKI, M.; SRAFFA, P.; e ROBINSON, J. *Ensaio Econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1976, p. 209 – 290.
- TAVLAS, G. S. The ‘new’ theory of optimum currency areas. *The World Economy*, v. 16, n. 6, p. 663–685, nov. 1993.
- Van OVERTVELDT, Johan. 2011. *O Fim do Euro*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Será. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.