

# MAASTRICHT E O GERENCIAMENTO DA UNIÃO MONETÁRIA

CLÁUDIO GONTIJO<sup>1</sup>

Embora o pensamento econômico ortodoxo, que segue 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 a percepção de que o próprio arranjo institucional da União Monetária Europeia tenha contribuído, de forma decisiva, para a sua eclosão. De fato, conforme atestam Gontijo & Oliveira (2012), uma análise detalhada dos indicadores econômico-financeiros desses países demonstra que, exceto pela Grécia, os demais membros desse “clube” apresentaram sólidos resultados fiscais até 2007/2008, devendo, pois, ser atribuída à crise do *subprime* grande parte da responsabilidade pelas 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, o texto está organizado em cinco seções, além desta introdução. Na seção 1, 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 2 discute as bases teóricas dos dispositivos econômicos do Acordo de Maastricht, assim como da política econômica da UME. Já na seção 3 discute-se 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 4, enquanto as conclusões são apresentadas na seção 5.

<sup>1</sup> Professor adjunto do Departamento de Ciências Econômicas da UFMG.

## I.A gênese da União Monetária Europeia

Com origem 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, pp. 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 de os 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.

Além disso, o próprio banco central germânico passou a implantar 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 a inflação dos países participantes do Sistema ter refluído para somente 2%, a partir de 1986 e, em razão do atrelamento das moedas europeias ao *deutschmark*, ao custo de elevada taxa de desemprego (8,5% em 1989).

Tal situação fez com que, paradoxalmente, várias lideranças europeias, particularmente da França, concebessem a necessidade de “uma união monetária governada por um único banco central cujas políticas fossem estabelecidas somente após o pronunciamento de todos os Estados membros”; escapando, assim, 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 implantar 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 primeiro de janeiro de 1999, seria consagrada a União Monetária Europeia (UME), com 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 de inflação.

Exceto pelo critério dos juros, os outros seriam permanentes, os países que não cumprissem o que fora determinado estariam sujeitos a uma série de penalidades 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, em um momento em que a economia norte-americana entrava em contração e o dólar despencava.

A recessão, cujo ápice ocorreu 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”, favoreceu a retomada do crescimento da economia europeia, o qual, entretanto, viu-se arrefecido pela política monetária do *Bundesbank* e, a partir de 1999, pelo 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, e aprovado pelo Conselho Europeu 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. Preenchendo os critérios de convergência, 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 ter preenchido os critérios, enquanto Dinamarca, Reino Unido e 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 em primeiro de janeiro de 2002, com a entrada em circulação do euro e a retirada de circulação das moedas nacionais. Um ano antes, contudo, a Grécia foi autorizada a ingressar na União, por ter preenchido os requisitos do sistema.

## 2. 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

[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 autoajustará desde que haja flexibilidade de salários e preços e a intervenção seja a menor possível (Ricardo Nunes & Selene Nunes, 2000, p. 52).

Isso se torna claro quando se consideram os tetos do déficit fiscal de 3% do PIB e da dívida pública de 60% do PIB, para uma 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), 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 ( $Pg_t$ ) e que a correção monetária está dada pelo produto da taxa de inflação ( $\pi_t$ ) pela dívida anterior, ou seja, que  $D_t = (1 + \pi_t + r_t) D_{t-1} - Pg_t$ , 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:

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

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; sendo assim, 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 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 & Rezende (2011, p. 23), teria balizado não apenas a atuação do BCE, mas a própria configuração da UME. Esse “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> Essa abordagem

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

2 Cf. Blanchard & Fischer (1989); Blinder (1988; 1992); Howitt (1986); Mankiw & Romer (1991), Mankiw (1992) e Romer (1993; 2006).

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 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 & Oliveira, 2013, pp. 77-8).

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) em longo prazo, uma vez que a economia alcançaria seu produto de pleno emprego, vigorando, segundo esse 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; Andrade & Rezende, 2011, p. 18).

Não seria por outro motivo, pois, para que se atingisse a taxa natural de desemprego em um ambiente de baixa inflação, a política monetária deveria desempenhar “um papel fundamental na economia, enquanto a

política fiscal perde[ria] totalmente sua importância” exceto pela “premissa do orçamento equilibrado e controle dos gastos” (Silva; Andrade & Rezende, 2011, 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 com contribuições de Corden (1972), Ishiyama (1975), Tower & Willet (1976) e Tavlas (1993), entre outros,<sup>3</sup> em seu núcleo

são analisados “dois poderes”: o poder da abertura econômica, dentro da área respectiva e o poder da convergência econômica. Ambos os 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, 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.

O fato é 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 esse corpo teórico, a união política teria de preceder a união monetária. A razão é que, para que uma zona monetária seja ótima, requer-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. Essa crítica, contudo, parece

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



desfocada, a UME representa um desdobramento de um processo de integração de diferentes países, cuja política econômica poderia ser, até certo ponto, harmonizada, mas nunca unificada. A opção, 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 em longo prazo, não o é no curto prazo, em razão da rigidez de preços e de 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, aumentaria 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 que impeça 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, essa perspectiva “parece eivada de dificuldades e de contradições, a começar pelo caráter arbitrário e *ad hoc* de muitas das hipóteses que utiliza para explicar a não neutralidade da moeda e da existência de desequilíbrios, particularmente no mercado de trabalho, o que impede concebê-la como totalidade sistemática” (Gontijo, 2009, p. 296). Assim, por exemplo, se a teoria admite que, em 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 a teoria neoclássica, que representa seu fundamento de longo prazo, concebe a oferta de moeda como vertical no espaço taxa de juros *vs.* renda nominal.

O problema, portanto, não diz respeito à flexibilidade ou à rigidez dos preços, explicada por sindicatos, pela legislação ineficiente, etc.; e muito menos ao horizonte temporal da análise, mas ao funcionamento dos mercados de moeda e de capitais. Esta dificuldade não pode ser resolvida, recorrendo-se à distinção de Wicksell (1935, cap. 9; 1936, pp. 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 Soromeno (1995, pp. 98-9), que a moeda “induz alterações reais da economia”, perdendo, por conseguinte, o atributo de neutralidade. Ademais, 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 (cf. Bernanke; Mihov & 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 em uma 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

4 Os textos clássicos a respeito são os de Sims (1980a e 1980b).

5 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 dez vezes, ou seja, aproximadamente em metade dos casos! (Cf. Issing, 1997).

6 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 Fuhner & Mankiw (2001) e Moore (1995) apontam ser problemático explicar a inércia inflacionária por intermédio da denominada curva de Phillips, conforme dispõem várias de suas versões.

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 isso, 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 em curto e longo prazo.

### **3.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 de dezembro de 2011, “antes da crise do *subprime*, 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 superiores ao 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 àquele país, mas se espalhou para todos os outros PIIGS, não obstante os reiterados “pacotes” de socorro da União Europeia e do FMI, tendo, inclusive, desembocado, como mostram Gontijo & Oliveira (2012, pp. 139–52), 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 equívoca base teórica, apontados por Bordo & Jonung (1999, p. 1), a saber:

“(1) a ausência de um prestador central de última instância para a UME;

(2) a falta de uma autoridade central supervisionando os sistemas financeiros da UME;

(3) o fraco controle democrático (responsabilidade) do BCE”.

Sem mencionar os “critérios indevidamente restritivos para a dívida doméstica e os déficits [públicos] estabelecidos pelas regras de Maastricht e pelo 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 conseguiram superá-la em um espaço de tempo relativamente curto, a UEM acabou por aprofundar na crise da dívida soberana, que assumiu proporções inéditas. A explicação reside, em primeiro lugar, na recusa do BCE em atuar como prestador 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 sua bancarrota financeira, através de pesado endividamento, em um 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 baseados em garantias adequadas”. Contudo, por entender que as “garantias adequadas” excluía ativos depreciados, como 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 a 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 & 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 de euros), risco de mercado [. . .] e risco de liquidez” (Pagoulatos & Quaglia, 2010, p. 9). Para enfrentá-los, o governo grego ampliou os limites do seguro de depósitos de 20 mil euros para 100 mil euros, disponibilizou injeções de capital até 5 bilhões de euros, assistência de liquidez de 8 bilhões de euros e garantias de *funding* de até 15 bilhões de euros.

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 haviam se enredado em um alucinado processo especulativo com imóveis nos anos anteriores,<sup>8</sup> uma operação estimada em 440 bilhões de euros para resgatar sete bancos (Gontijo & 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, em um 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, com o exemplo da dívida grega, 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

7 Cf. European Central Bank, 2010 e 2011.

8 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.

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, renunciando 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 de euros, ou quase 37% dos créditos habitacionais, muito acima da sua capacidade de absorção de perdas.<sup>9</sup> Não bastasse essa situação, as construtoras, muitas das quais já haviam entrado em falência, em 2009, também deixaram de honrar seus compromissos com as “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 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> em um momento de forte queda da arrecadação tributária, reforçando a crescente perda de confiança por parte dos investidores” (Gontijo & 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 & 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 o Banco Popolare, Monte dei Paschi di Ceia, Banca Popolare di Milano, UniCredit e Banca Intesa, em uma operação de 10 bilhões de euros.

Mas, se em todas essas operações houve a ausência de um banco central que socorresse os bancos, através da emissão monetária, induziu os

9 Segundo estimativas de analistas, existiam, nos primeiros meses de 2011, cerca de 1,5 milhão de imóveis não ocupados na Espanha e levariam seis anos até que essas propriedades fossem vendidas.

10 Somente nos quatro primeiros meses de 2010 houve uma redução de depósitos da ordem de 21,6 bilhões de euros.

11 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.

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 tolheu seu 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 esse 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, segundo Pagoulatos & Quaglia, “à mercê dos mercados, abandonada, sem um banco central ou uma força externa que [pudesse] romper com o círculo [vicioso] e impor a ordem”.

Conforme registraram Gontijo & Oliveira (2012, pp. 204-14), 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

12 *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 seja, abaixo do preço especificado pelos tomadores de recursos, funcionando, assim, como um seguro.

de longo prazo (três anos) e custos de apenas 1% ao ano. Através dessa operação, cujo montante chegou a 489,2 bilhões de euros (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 de euros) através do mesmo mecanismo, mas, dessa 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.

#### **4. As políticas de ajustamento**

Se, conforme visto na seção 3, 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 de euros provenientes da União Europeia e do FMI, seguia o receituário tradicional dessa última instituição, contemplando cortes dos gastos públicos, particularmente dos salários e das 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 de euros a serem fornecidos pela União seriam coletados através do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, instituído no dia nove do mesmo mês, que emitiria títulos até 440 bilhões de euros para resgatar os estados-membros em dificuldades.

Tal como ocorrera com os 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 implantaram programas de ajuste a partir de então, a começar pela Irlanda e por 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 implantar 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 atenderem 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 à custa, 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 em um 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 de euros sobre a renda e a própria arrecadação tributária para França, Alemanha e PIIGS. Apesar de os parâmetros utilizados, que tomaram como base o período 2005-2009, terem mudado como consequência tanto da crise quanto das próprias medidas de ajuste, ainda assim se pode ter uma ideia aproximada dos impactos dessas medidas implantadas 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>

13 A fórmula do multiplicador é dada por

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

14 A explicação da propensão marginal a consumir ser maior do que um, nos casos 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.

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

Países	Propen- são a consumir (%)	Carga tributá- ria	Propen- são a importar (%)	Multi- plicador	Corte dos gastos			Aumento da tributação		
					renda	receita tributá- ria	déficit	renda	receita tributá- ria	déficit
Alemanha	90,72	36,06	38,44	1,24	-12,43	-4,48	5,52	-11,28	-4,07	5,93
Espanha	97,79	34,68	31,01	1,36	-13,58	-4,71	5,29	-11,92	-4,13	5,87
França	101,35	43,62	27,46	1,42	-14,22	-6,20	3,80	-14,41	-6,29	3,71
Grécia	106,96	31,28	33,17	1,68	-16,76	-5,24	4,76	-17,91	-5,60	4,40
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
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

  

Países	Propen- são a consumir (%)	Carga tributá- ria	Propen- são a importar (%)	Multi- plicador	Corte dos gastos			Aumento da tributação		
					renda	receita tributá- ria	déficit	renda	receita tributá- ria	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 & Oliveira, 2012, p. 189.

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 econômica 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

<sup>15</sup> Sendo assim, 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 que se evitassem 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, em longo prazo.

monetárias ótimas. De saída, a declaração do Conselho Europeu, de 9 de dezembro de 2011, reafirmou que a estabilidade e a 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 dois 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 1.º de janeiro de 2013 —, os déficits fiscais “estruturais” não poderiam exceder a 0,5% do PIB. Aqueles países que ultrapassassem esse 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 implantação do programa e os planos orçamentários anuais consistentes com ele”, seriam “acompanhados pela Comissão e pelo Conselho” (ibidem), o mesmo ocorrendo com os 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 no âmbito da legislação de cada país, estando o infrator sujeito a multa de até 0,1% do PIB. Finalmente, de forma que evite que crises bancárias afetem as finanças públicas dos países membros, os líderes europeus concordaram em 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, dentre as medidas, destacam-se:

- (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;
- (vii) estabelecimento de limites estreitos para o déficit e a dívida pública;
- (viii) ampliação da regulamentação financeira;
- (ix) ampliação da coordenação fiscal, inclusive para evitar fraudes e a evasão fiscal.

## 5. À guisa 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 ele sustenta, a persistência da crise da Eurozona se deve ao fato de a 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, “como resultado dessas ideias equivocadas, muitos líderes políticos ocidentais estão provocando enorme sofrimento em seus povos” (§ 16).

É claro que “muitos formuladores de políticas insistem que a crise foi causada pelo endividamento público irresponsável”, porém, “com 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 superalavancados. 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 dos indivíduos, mas — assim como a resposta similar dos devedores na década de 1930 — tem-se revelado coletivamente autodestrutiva, 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 força estabilizadora, tentando sustentar os gastos. Logo, era preciso evitar mais situações de risco, por meio 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 à primeira 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).

Como acréscimo à reflexão, inferimos que, em primeiro lugar, conforme visto, esses erros estão institucionalizados nos mecanismos da UME, ironicamente destinados a evitar as crises econômicas, mecanismos esses 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 isso, um dos grandes responsáveis pela crise foi, conforme previram Bordo & Jonung, a ausência de um emprestador 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

- BALL, Laurence. Credible disinflation with staggered price setting. *American Economic Review*, vvol. 84, n.º 1, pp. 282-9, 1994.
- BLANCHARD, Oliver Jean & FISCHER, Stanley. *Lectures on macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1994.
- BLINDER, Alan S. A Keynesian restoration is here. *Challenge*, vol. 35, n.º 5, pp. 11-8, set.-out. 1992.
- . Fall and rise of Keynesian economics. *Economic Record*, vol. 64, n.º 4, pp. 278-94, dez. 1988.

- BORDO, Michael. D. & JONUNG, Lars. The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us? *NBER Working Papers* n.º 7365, set. 1999.
- EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital*. São Paulo: Ed. 34, 2000.
- . *European monetary unification: theory, practice, and analysis*. Massachusetts: MIT Press, 1998.
- 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., pp. 73-90, 2011.
- . The ECB's response to the financial crisis. *Monthly Bulletin*, out., pp. 59-84, 2010.
- EUROPEAN COUNCIL. *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*. Bruxelas, 9 dez. 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, Áustria, nov. 2004.
- FUHRER, Jeffrey & MOORE, George. Inflation persistence. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n.º 1, pp. 127-60, fev. 1995.
- GONTIJO, Cláudio. Notas críticas sobre a macroeconomia novo-keynesiana. *Revista de Economia Política*, vol. 29, n.º 2, pp. 285-301, 2009.
- . Moeda, juros e nível de preços: uma abordagem clássica. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 51, n.º 2, pp. 253-75.
- GONTIJO, Cláudio & OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. *A crise da União Europeia*. Belo Horizonte: ASSEMG/Corecom, 2012.
- HORVATH, Julius. Optimum currency area theory: A selective review. *Bofit Discussion Papers*, n.º 15, 2003.
- HOWITT, Peter. The Keynesian recovery. *Canadian Journal of Economics*, vol. 19, n.º 4, pp. 626-41, 1986.
- ISHIYAMA, Yoshihide. The theory of optimum currency areas: A survey. *International Monetary Fund Staff Papers*, n.º 22, pp. 344-83, 1975.
- KENEN, Peter. B. The optimum currency area: an eclectic view. In: MUNDELL, Robert A. & SWOBODA, Alexander (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, pp. C45-C61, 2001.
- . The reincarnation of Keynesian economics. *European Economic Review*, vol. 36, pp 559-65, abr. 1992.
- MANKIW, Gregory & ROMER, David (eds.). *New Keynesian economics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1993. 2 vols.
- McKINNON, Ronald. I. Optimum currency areas. *American Economic Review*, vol. 52, pp. 717-25, set. 1963.
- MONGELLI, Francesco, P. “New” views of the optimum currency area theory: what is MEU telling us? Frankfurt: European Central Bank, abr. 2002.
- MUNDELL, Robert. A. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, vol. 51, n.º 4, pp. 657-65.
- NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres. União Monetária Europeia – UME: evolução recente e perspectivas. *Revista de Economia Política*, vol. 20, n.º 17, pp. 51-72; jan.-mar. 2000.
- ROBINSON, Joan. The production function and the theory of capital. *Review of Economic Studies*, vol. 21, pp. 81-106, 1953-54.
- ROMER, David. The new Keynesian synthesis. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n.º 1, pp. 5-22, 1993.
- . *Advanced macroeconomics*. Nova York: McGraw-Hill, 2006.
- SIMS, Christopher A. Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48, jan., pp. 1-48, 1980a.
- . Comparison of interwar and postwar business cycles: monetarism reconsidered. *American Economic Review*, vol. 70, mai., pp. 250-7, 1980b.
- SILVA, Fernanda Faria; ANDRADE, Carla Michelle Coelho & 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*, vol. 18, pp. 15-41, jul. 2011.
- SRAFFA, Piero & ROBINSON, Joan. Produção de mercadorias por meio de mercadorias. In: *Ensaio sobre a teoria do crescimento econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1976, pp. 209-90.
- TAVLAS, G. S. The “new” theory of optimum currency areas. *The World Economy*, vol. 16, n.º 6, pp. 663-85, nov. 1993.

Van OVERTVELDT, Johan. *O fim do euro*. Trad. Afonso Celso Cunha. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.

### **Resumo**

Este artigo procura demonstrar que, em grande medida, a crise da dívida soberana da Europa é resultado do arranjo institucional de Maastricht, assim como das políticas perseguidas pela liderança europeia, formatadas 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 emprestador de última instância, além da implantação de políticas e do ajustamento centrados 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.