

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

VANESSA DA FONSECA ZANINI

O processo de formação de bolhas especulativas e a atuação das instituições financeiras da
União Europeia na crise (2008-2013)

Florianópolis, 2018

VANESSA DA FONSECA ZANINI

**O PROCESSO DE FORMAÇÃO DE BOLHAS ESPECULATIVAS E A ATUAÇÃO
DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DA UNIÃO EUROPEIA NA CRISE (2008-2013)**

Monografia submetida ao curso de Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos

Florianópolis, 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,50 à aluna Vanessa da Fonseca Zanini na disciplina CNM 7280 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos

Prof. Dr. Daniel Ricardo Castelan

Prof. Dr. Michele Romanello

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Antônio e Lorena, e ao meu irmão, Arthur, por sempre me apoiarem e incentivarem, independentemente da distância;

Aos meus amigos, por me ouvirem durante intermináveis horas e comemorarem todas as minhas vitórias;

Ao meu orientador, Prof. Daniel de Santana Vasconcelos, por toda dedicação, bom humor e atenção dispensados a este trabalho;

Aos professores e colegas da UFSC, pela convivência e por contribuírem diretamente para a minha formação;

E acima de tudo, a Deus, por ser fonte de inspiração e por todas as realizações.

“A sabedoria com as coisas da vida não consiste, ao que me parece, em saber o que é preciso fazer, mas em saber o que é preciso fazer antes e o que fazer depois”

(Liev Tolstói)

RESUMO

O presente trabalho se inicia apresentando a definição e o processo de formação de bolhas especulativas, além das subsequentes crises financeiras e do ciclo econômico como um todo, sob a ótica de teorias econômicas pós-keynesianas. Em seguida o trabalho se propõe a descrever a crise do *subprime* nos Estados Unidos e seu contágio nas economias europeias periféricas que compõem o grupo dos PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha), com foco no exame de suas fragilidades individuais. Posteriormente são analisadas as ações imediatas em resposta à crise pelas instituições financeiras do União Europeia – o Banco Central Europeu e a Comissão Europeia – e as transformações no que diz respeito à criação de novos mecanismos de resgate e prevenção contra a propagação de crises, com o objetivo de analisar de que maneira essas instituições atuaram frente às instabilidades, ressaltando as diferentes visões sobre o diagnóstico das causas dos problemas, bem como das soluções a serem tomadas. Por fim, discute-se a ineficácia e os efeitos insatisfatórios das medidas de austeridade e a elaboração dos novos mecanismos de supervisão e resolução.

Palavras-chave: Bolhas Especulativas, Crise Financeira, Banco Central Europeu, Comissão Europeia.

ABSTRACT

This work starts by analyzing the definition and formation of speculative bubbles, in addition to the subsequent financial crises and the economic cycle as a whole, from the perspective of post-Keynesian economic theories. Then, the paper aims to describe the subprime crisis in the United States and its contagion in the peripheral European economies, the PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain), focusing on analyzing their individual weaknesses. Afterwards, the European Union`s – the European Central Bank and the European Comission - immediate actions in response to the crisis and the changes with regard to the creation of new mechanisms of rescuing and preventing the propagation of crisis are analyzed, in order to investigate how did these institutions responded to the instabilities, emphasizing the different views about the diagnosis of the problem`s causes, as well as the solutions to be taken. Finally, the work discuss the ineffectiveness and unsatisfactory effects of the austerity measures and the elaboration of the new mechanisms of supervision and resolution.

Keywords: Speculative Bubbles, Financial Crisis, European Central Bank, European Comission.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	5
Capítulo I – Bolhas especulativas e Crises financeiras	7
Especulação e financeirização da economia na teoria econômica.....	7
O capitalismo pós-Bretton Woods: desregulamentação e globalização	9
As crises financeiras em perspectiva teórica: especulação, bolhas, manias e crises	11
Capítulo II – As economias europeias e a crise (2008-2014).....	21
Grécia.....	30
Espanha.....	32
Irlanda	32
Itália	33
Portugal.....	34
Capítulo III – A Atuação do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia	36
CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional de 2007/2008, que teve início nos Estados Unidos, levou a um processo de contágio países do mundo inteiro, mas em especial no continente do lado oposto ao Atlântico Norte, expondo as fragilidades e as deficiências do sistema monetário da Zona do Euro como um todo. A presente pesquisa parte desse contexto para analisar, inicialmente, o sistema financeiro contemporâneo e o mecanismo de desencadeamento de crises econômicas, com ênfase no processo de formação de bolhas especulativas. Como mostra a literatura e os dados empíricos, desde a consolidação do sistema financeiro globalizado em meados dos anos 1980, tem aumentado a ocorrência de bolhas especulativas, seguidas de crise, de dimensões cada vez maiores (Knoop, 2012; Kindleberger, 2013). Além de se examinar os elementos constituintes da dinâmica de globalização financeira e de todo o processo de formação de bolhas especulativas, tomar-se-á como exemplo a crise econômica Europeia - devido à sua estreita ligação com o lado financeiro da economia, altamente dependente do fornecimento de crédito - e a atuação das instituições financeiras europeias frente a isso (Corrêa, 2010).

Motivada pela situação financeira de países com problemas crônicos de competitividade externa, refletidos em déficits em conta corrente e desequilíbrios fiscais, como Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha (grupo que passou a ser denominado, em bloco, como PIIGS), durante a crise que se iniciou em 2008, a pesquisa buscará, portanto, discutir a atuação das instituições da União Europeia frente às instabilidades econômicas na região. Será discutido o comportamento do sistema financeiro da Zona do Euro em resposta à crise, devendo-se atentar para o fato de não haver uma autoridade fiscal supranacional capaz de unificar e coordenar as respostas de política econômica, diferentemente do que se pode verificar no lado monetário, em que a política monetária é controlada e coordenada pelo Banco Central Europeu (BCE).

Por esse motivo, em síntese, este trabalho apresentará, inicialmente, a dinâmica das crises econômicas, dando ênfase ao processo de formação de bolhas especulativas, para, depois de descrever a crise que se instaurou no período de 2008 a 2013, especialmente nos países do grupo PIIGS, e suas consequências para as economias europeias e a estabilidade da região do Euro, analisando como as instituições financeiras da União Europeia atuaram frente a isso.

Outras contribuições importantes para se analisar mais especificamente o processo de formação de bolhas especulativas são os trabalhos desenvolvidos por Galbraith (1992), Kindleberger (2013); Krugman (2008), e Knoop (2013). Nestes são encontradas explicações sobre a dinâmica econômica que forma bolhas financeiras especulativas, além de serem apresentados elementos comuns destas.

Relacionado à atuação das instituições financeiras da União Europeia no período de 2008-2013, vale destacar a contribuição de Blyth (2013) e ainda de Corrêa (2010), Diniz (2013) e Krugman (2012). Henriques (2016) e Monteiro (2011) também tratam do tema. Além de apresentar a estrutura institucional e o processo decisório da UE, estes autores analisam os efeitos da ausência de uma autoridade fiscal supranacional dentro da União Monetária Europeia e as dificuldades de coordenação da política econômica do bloco durante a crise financeira iniciada em 2008.

Do ponto de vista empírico, o trabalho se propõe, tendo como enfoque ainda a atuação da União Europeia frente à crise, analisar dados empíricos quanto às atividades do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia no período de 2010-2015, em específico no que tange a uma análise dos programas de assistência financeira junto aos países europeus do grupo do PIIGS, que foram mais brutalmente atingidos pela crise na zona do Euro.

Capítulo I – Bolhas especulativas e Crises financeiras

Especulação e financeirização da economia na teoria econômica

O enfoque teórico para o estudo de crises econômicas, adotado no presente trabalho, está alinhado com a ótica de teorias econômicas pós-keynesianas sobre crises financeiras e ciclos econômicos. São muitos os autores nessa escola que discutem esses temas, mas o conjunto de referências mais fundamental aqui serão os trabalhos de Cardim de Carvalho (1992), Davidson (2011) e Minsky (2013:1; 2013:2). Estes autores abordam, com base no referencial do pensamento keynesiano, as questões de funcionamento de economias monetárias¹ sujeitas a incerteza estrutural² e os reflexos disso sobre o comportamento e as decisões dos agentes econômicos, em particular, as decisões sobre a determinação do ritmo e da forma na qual a riqueza é acumulada.

Considerando o modelo de economia monetária de produção desenvolvido por Keynes na Teoria Geral, publicada na década de 1930 (Keynes, 1973) e que rompeu com a tradição clássica, faz-se relevante a caracterização do sistema capitalista como um sistema voltado à obtenção e maximização de lucros. Isto é, a produção tem como objetivo a obtenção de lucros para, assim, gerar ainda mais lucros (CARDIM DE CARVALHO, 1992). Nesse contexto, é essencial a existência de mercados financeiros organizados e maduros, capazes de provisionar liquidez e mecanismos de crédito (Davidson, 2011; Keynes, 1973). Ainda segundo Cardim de Carvalho (1992, p.48, tradução nossa³), estes mercados organizados

“reduzem a incerteza ao estabelecer fluxos de recursos, reais e financeiros, seu timing e seus termos, garantindo aos produtores a disponibilidade de insumos, por um lado, e a existência de pontos de venda para seus produtos, por outro”.

Ao mesmo tempo em que é constatada a necessidade do fornecimento de crédito como um dos mecanismos fundamentais de expansão das economias, percebe-se que este sistema

¹ Em economias monetárias de produção, a moeda não é neutra, isto é, ela pode, além de ser utilizada como veículo de transação, ser acumulada com o objetivo de preservação da riqueza, sem que isso seja ilusão monetária. Isso ocorre porque a moeda mantém seu valor de face durante o tempo, sendo um ativo de alta liquidez (KEYNES, 1992).

² Para Keynes (1992), os agentes econômicos tomam suas decisões com base na expectativa de que o futuro irá repetir o passado recente, isto é, se baseiam num conhecimento de natureza indutiva. Essa indução, entretanto, não indica certeza. De mesmo modo, ao calcular a probabilidade de um acontecimento, cria-se um grau de confiança (*ex ante*), mas a incerteza permanece.

³ “[...] reduces uncertainty by establishing flows of resources, real and financial, their timing and their terms, assuring producers of the availability of inputs, on the one hand, and of the existence of outlets for their products, on the other”.

creditício tem como base e se desenvolve por meio da própria acumulação de capital. O sistema se retroalimenta por meio desse mecanismo.⁴

O crédito tem função de antecipar o processo de investimento por meio de recursos de terceiros e, quando aplicado no setor produtivo, impulsiona o crescimento, a competitividade e os níveis de produtividade da economia. Entretanto, o sistema financeiro contemporâneo, na concepção de Minsky (2013:1), transformou-se de forma ainda mais notável em uma “economia de papel”: o capitalismo que ele denomina de “*high powered money capitalism*” baseia-se na antecipação de resultados futuros esperados, na emissão de passivos e na contratação de dívida e criação de mecanismo de crédito que faz girar moeda escritural em forma de papéis (contratos, títulos, diversos instrumentos financeiros lastreados em direitos de recebimento de dívidas, etc). Esses instrumentos (“inovações financeiras”, na acepção usual que muitos analistas aplicam ao conjunto desses papéis), permitem o aparecimento e o desenvolvimento daquilo que a literatura de recorte marxista costumeiramente chamava, em referência ao próprio Marx (2014), de capital fictício⁵, isto é, capital capaz de ser revalorizado através de atuações especulativas, sem relação direta ou estreita com a produção real.

Feijó e Ramos (2013, p.25) explicam que

para que possam produzir, ampliar seu potencial de produção ou fazer frente ao desgaste do seu capital, as empresas devem recorrer ao mercado financeiro para demandar recursos, pagando juros. O mercado financeiro, composto por bancos e demais empresas financeiras, exerce a função de prover crédito aplicando recursos captados das famílias, remunerando-os.

Sob condições normais de funcionamento da economia (nos termos de Minsky, sob condições de “coerência sistêmica” (Minsky, 2013:1), as unidades econômicas (as famílias e as empresas) têm sua remuneração dada pela geração de renda dos fluxos de produção (na forma de salários, para trabalhadores, e/ou lucros e rendas de ativos, para os proprietários de ativos de capital ou de outros tipos), podendo direcioná-la ao consumo - tendo o resíduo não consumido como forma de constituição de poupança (normalmente junto ao mercado financeiro, mas não exclusivamente) – e ao investimento. Em particular, unidades econômicas que detenham dívidas devem ser capazes de honrá-las nos prazos contratados. Se a economia funciona de

⁴ Também Schumpeter (1911) já apontava nessa direção, em sua análise do mecanismo de crédito em economias capitalistas.

⁵ “A elaboração do conceito de capital fictício em O Capital [de Marx] constitui-se a partir do desdobramento da categoria de Capital Portador de Juros (KPJ). A busca de valorização das frações de capital especializadas no comércio do capital-dinheiro incentivou e disseminou a criação e o desenvolvimento de títulos representantes do direito de propriedade sobre um fluxo futuro de rendimentos, derivados ou não de um capital real. São esses papéis ou títulos, ligados ou não a capitais reais, aquilo que Marx denomina como capital fictício.” (ANDAKU; BUENO, 2009, p.2)

forma coerente, as dívidas são pagas e o processo expansivo continua. No entanto, segundo Minsky, essa “coerência” não é perpétua, e se interrompe de tempos em tempos – são as crises financeiras.

Minsky (2013), ao optar pela abordagem de diferentes variedades de capitalismo⁶, sujeitas às institucionalidades de cada época, dá destaque ao capitalismo de administração monetária, em que o lado financeiro se sobrepõe e dá às economias um caráter de altamente especulativo, baseado naquilo que mais recentemente pensadores franceses passaram a denominar especificamente de financeirização⁷. Ou seja, as finanças não só se desenvolvem com vistas ao incremento da produção, mas – e principalmente – visam operações de revalorização de natureza puramente especulativa (fictícias, na terminologia de Marx, 2014).

O capitalismo pós-Bretton Woods: desregulamentação e globalização

Esse processo de financeirização ganhou força na economia capitalista principalmente a partir da década de 1970. Com a percepção da ineficácia do controle das taxas de juros diante das mudanças nas tecnologias financeiras que se iniciaram na década de 1960 e com o fim do sistema cambial do Acordo de Bretton Woods em 1971, iniciou-se um processo de desregulamentação e liberalização dos controles sobre fluxos financeiros domésticos e entre fronteiras, permitindo adicionalmente (num processo também iniciado nos anos 1960) que

⁶ Minsky argumentava que não existe um, mas vários tipos de capitalismo. Na sua tipologia, ele enumera o capitalismo comercial (de caráter nascente, baseado em notas de crédito e no banqueiro-comerciante); o capitalismo financeiro (período de emergência de grandes corporações industriais e bancos de investimento); o capitalismo gerencial (surge pós-crise de 1929 com a transferência de responsabilidades de gestão macroeconômica para um sistema baseado no *Big Government*, o Governo, e o *Big Bank*, o Banco Central, como instituições centrais na estabilização sistêmica); e, finalmente o capitalismo de administração monetária – o high powered money capitalismo, com o surgimento de grandes blocos financeiros administrados para retornos financeiros de natureza especulativa, tendo os mercados financeiros como centro dinâmico, marcados pela superposição de finanças entre as unidades econômicas (o passivo de um agente constitui o ativo de outro, e assim sucessivamente, no que que ele denominava *financial layering*), elevadíssimos graus de alavancagem financeira por parte das empresas e em especial de bancos e instituições financeiras e por estreitas margens de segurança para dar algum tipo de lastro a toda essa montanha de dívidas e direitos sobre dívidas.

⁷ Chesnais (1995) é certamente a referência mais importante entre os autores desse enfoque analítico. Esse autor também aborda aspectos da financeirização da economia contemporânea, dando enfoque às instituições que buscam ganhos por meio de formas e critérios puramente financeiros, com o objetivo único de valorizar seus ativos (em especial, o valor das ações) em mercados: “Temos hoje grupos financeiros com dominância industrial, e tudo contribui cada vez mais a estabelecer a distinção desses em relação à grande massa de empresas: suas dimensões, seu ‘alcance global’ (*global reach*), seus modos organizacionais e também, doravante, a capacidade que lhes é dada de ter acesso de pleno direito aos mercados financeiros graças à desintermediação. O grau de ‘financeirização’ dos grupos cresceu de forma considerável. Trata-se, cada vez mais, de grupos financeiros, com dominância industrial sem dívida, mas com diversificações para os serviços financeiros, além de uma atividade crescentemente importante como operadores no mercado cambial.” (Id. *Ibid.*, p. 11)

bancos com atuação internacional alcançassem maior mobilidade e flexibilidade em operar com moedas estrangeiras (mercado de euromonedas) e para além das limitações regulatórias de cada estado nacional. Com o fim de Bretton Woods, durante o governo Nixon, nos Estados Unidos, diversos países do mundo, em especial os principais países da Europa⁸, deixaram de ter taxas de câmbio fixas em relação ao dólar e passaram a praticar o regime de câmbio flutuante. Com isso, “estruturas de regulação que buscassem controlar os fluxos de capital passaram a ser percebidas como ineficientes pelo fato de impedirem o livre funcionamento do mercado” (SILVA, 2007, p.6). Além das modificações na regulação governamental de instituições financeiras (como o paulatino desmonte da regulação bancária estabelecida nos anos 1930, nos EUA), as mudanças nas tecnologias e no grau de interação econômica entre Estados dissolveram as fronteiras entre mercados nacionais. O próprio crescimento dos fluxos internacionais de comércio e capital demandou novos produtos e serviços financeiros (VASCONCELOS; STRACHMAN; FUCIDJI, 2003).

Um das consequências desse processo de desregulamentação foi a entrada, na atividade bancária, de empresas não bancárias. A desintermediação bancária, nome desse processo, implementou mecanismos de financiamento direto, isto é, sem a necessidade de intermediação bancária. Dessa forma, passaram a existir significativas pressões competitivas, em um sistema financeiro que contava com o surgimento de financeiras que invadiam o espaço anteriormente ocupado pelos bancos, sem ter que se submeterem às mesmas regulações, no entanto. Os bancos, então, alteraram sua postura tradicional de captação de depósitos e concessão de empréstimos e passaram a lançar títulos no mercado, reduzindo suas margens de lucro em detrimento de ganhos imediatos com taxas e comissões (MUNIZ, 2010).

Ademais, com a flexibilização dos mercados de câmbio e de juros, e a conseqüente ampliação e diversificação de mercados de derivativos, os investidores puderam aumentar o número de receptores desses papéis e diversificar seus investimentos em portfólio, o que corresponde à externalização do risco. Como os agentes buscam analisar a relação entre risco e retorno para compor suas carteiras de investimento (MARKOWITZ, 1952), se tornou

⁸ Em 1972, em resposta ao expressivo desequilíbrio externo, a Inglaterra anunciou que a libra esterlina passaria a flutuar e ter seu valor estabelecido pelo mercado. Seguindo o exemplo inglês, outras economias adotaram o câmbio flutuante, pois “a percepção de que o dólar poderia voltar a ser desvalorizado levou a uma falta de confiança generalizada, ao mesmo tempo em que os agentes percebiam que os dois países superavitários – Alemanha e Japão – acumulavam reservas em proporções incompatíveis com seu equilíbrio macroeconômico” (GONÇALVES et al., 1998, p. 293).

conveniente, com a desregulamentação, adquirir ativos em mercados financeiros de diferentes países.

O processo de financeirização das economias capitalistas foi ampliado com a ascensão e a dominação do neoliberalismo e, conseqüentemente, com a lógica de globalização financeira – entendida como a combinação de livre mobilidade de capitais, diluição das fronteiras entre mercados e uma maior integração entre os mercados financeiros em nível global. A liberalização⁹, justificada como um modo de aperfeiçoar a intermediação financeira global por meio da canalização de poupança externa a países com insuficiência de capital e da concorrência entre agentes nacionais e internacionais (RIBEIRO, 2010), acirrou a concorrência e incentivou os agentes a optarem por operações de curto prazo meramente especulativas. A desregulamentação inibiu a intervenção estatal na forma de menores regulamentações financeiras, permitindo que as firmas financeiras pudessem efetuar operações especulativas e mais arriscadas com um mínimo de restrições legais. Por último, os controles de capitais foram gradativamente eliminados e os sistemas nacionais de crédito puderam se interligar, o que aumentou significativamente a massa de recursos sem regulamentação em circulação e atribuiu a esse sistema características de alta volatilidade e maior instabilidade (MOLLO, 2008).

A junção de todos esses fatores viabilizou, ainda segundo Mollo (2008), o

crescimento veloz e amplo das inovações financeiras, os processos de duplicação e multiplicação de dívidas com os derivativos, as securitizações de créditos e os produtos financeiros estruturados, ampliando a massa mundial de ativos financeiros relativamente aos produtivos.

A autora afirma ainda que, enquanto o crédito tem capacidade de penhorar o futuro, o capital especulativo penhora o futuro de forma ainda mais exagerada, pois este depende da concretização de rendas futuras para que continue seu processo de revalorização no mercado.

As crises financeiras em perspectiva teórica: especulação, bolhas, manias e crises

⁹ A partir dos anos oitenta, e sobretudo nos anos noventa, o aumento significativo dos fluxos privados de capitais e a tendência geral das economias de aumentarem seus graus de abertura – processo iniciado em economias desenvolvidas e, em seguida, reproduzido em países em desenvolvimento – passaram a influenciar as relações financeiras internacionais. Além da liberalização da taxa de juros, “os idealizadores da liberalização financeira objetivavam também um aumento no número de participantes do mercado, removendo-se as restrições de entrada; e um aumento também na captação de poupança, removendo-se os controles sobre a compra e a venda de moeda estrangeira” (RIBEIRO, 2010, p.35-36).

Esse processo, de interrupção dos fluxos de rendimentos esperados de investimentos ou créditos concedidos no passado, mas de realização incerta no futuro, foi amplamente estudado por Irving Fisher e continuado na literatura pós-keynesiana, em particular nos trabalhos de Hyman Minsky. O mecanismo pode ser assim descrito: uma vez que essas rendas não se realizem, os agentes deixam de comprar ativos e, assim que se tenha uma expectativa geral de queda dos preços, inicia-se a venda massiva dos ativos que se detém, levando à deflação de ativos. Fischer (1932) chamou esse processo de *debt deflation*, e o insere na origem das crises financeiras e suas consequências para a economia como um todo. “A contração monetária também reduz a demanda por bens ao reduzir o poder de compra; assim, a demanda e a produção encolhem juntas. [...] O desemprego também significa poder de compra reduzido” (FISCHER, 1932, p.32, tradução nossa¹⁰). A continuidade na queda de preços estimula mais agentes a buscarem liquidez e, ao mesmo tempo, os fornecedores de crédito passam a inviabilizar novos empréstimos. Como o comportamento dos bancos depende da capacidade das empresas quitarem suas dívidas e das expectativas sobre a quitação de dívidas futuras, quando uma porção significativa de banqueiros e potenciais tomadores de empréstimos acreditam que os lucros futuros não serão suficientes para saldar os compromissos associados a novas dívidas, a oferta de crédito se retrai de forma abrupta e profunda (MINSKY, 2013)¹¹. Nesse contexto, tem-se uma crise financeira que, ao contaminar o lado real da economia, expõe o caráter especulativo do capital. Para Fischer (1932), a solução para essa tendência recessiva estaria ligada à redução da taxa de juros. Keynes (1973) discutiu, no contexto da Teoria Geral, as limitações dessa abordagem: a redução de taxa de juros é condição necessária, mas não suficiente, à retomada da expansão econômica. Keynes ressaltou o papel desempenhado pelas expectativas num processo de continuidade de uma estagnação econômica ou saída dela.

No que diz respeito a mercados financeiros, as expectativas de renda são elementos que levam em conta o tempo do investimento, e dependem não apenas de fatos presentes e conhecidos, mas também da previsão de cenários futuros, desconhecidos de antemão. O passado recente acaba tornando-se um guia para as decisões tomadas no presente. O crescimento da demanda por um certo ativo é, assim, influenciado pela memória dos altos retornos desse ativo no passado recente e pelas expectativas otimistas de continuidade de altos

¹⁰ “*Currency contraction also reduces the demand for goods by reducing purchasing power; thus demand and supply shrink together [...] Also unemployment means reduced purchasing power*”.

¹¹ Para Minsky (2013, p.208), “o grau de alavancagem depende, de um lado, da propensão ou disposição dos homens de negócios de financiar a aquisição de ativos por meio de endividamento, e da disposição dos membros da comunidade financeira de financiar posições alavancadas, de outro”.

retornos no futuro (SHILLER, 2001). Haja vista a precariedade da base de conhecimento com que essas decisões são tomadas, Keynes afirmava que a situação presente da economia tenderia a continuar pelo tempo em que for mantida a atual “convenção” de expectativas e prognósticos sobre o futuro próximo.¹²

A análise feita acima quanto ao desenvolvimento de uma crise financeira é enriquecida pelo tratamento apresentação de Kindleberger sobre as questões de racionalidade ou irracionalidade dos agentes em situações de euforia ou pânico econômico¹³. Para Kindleberger e Aliber (2013), a fase de expansão do ciclo de negócios compreende o período em que a euforia causada pela expansão leva ao crescimento no otimismo de investidores, empresas de negócios e financiadores bancários. Os agentes, ainda,

tendem a prestar atenção ao que os outros estão prestando atenção. Não é de surpreender que os ativos especulativos cujo preço subiu muito recentemente atraiam muita atenção. Os agentes são mais propensos a comprar ativos que têm a sua atenção apenas porque estão pensando mais nelas. Ativos que não tiveram grandes aumentos de preço têm menor probabilidade de atrair a atenção (SHILLER, 2001, p.5, tradução nossa¹⁴).

Fischer (1932), ao elencar os fatores de maior influência nas grandes depressões, mostra que, no sistema capitalista, aqueles que se beneficiam diretamente dos lucros privados têm o poder de decisão. Dessa forma, os lucros e, especialmente, a expectativa de lucros são determinantes na decisão do empresário sobre a produção, o comércio e o nível de emprego. Assim, quando otimistas, os investidores ajustam para cima suas expectativas de lucratividade, tornam-se mais ansiosos para fazer empréstimos e compram ativos mais arriscados. Da mesma forma, os bancos fornecem crédito de maneira procíclica e com menos margens de segurança

¹² Entretanto, outros fatores devem ser considerados para a construção de expectativas. Ainda na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1992), Keynes insere a participação dos mercados financeiros organizados, regulados pela expectativa média de seus investidores, e a influência de flutuações de curto prazo. Sobre isso, ele afirma que “uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa [...], está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que na realidade pouco significam para a renda provável” (KEYNES, 1992, p. 164). Os agentes, portanto, buscam antecipar essas variações que exercem influência sobre a opinião geral.

¹³ Durante a euforia econômica, “as empresas tornam-se cada vez mais otimistas, e os gastos com investimentos aumentam porque o crédito é abundante, [ademais], um número crescente de investidores busca ganhos de capital de curto prazo com o aumento de preço dos imóveis e ações” (KINDLEBERGER, 2013, p.14). Quando esse aumento de preços é interrompido, instaura-se uma situação de pânico econômico em que “alguns investidores que estavam financiando a maior parte de suas compras com dinheiro emprestado tornam-se vendedores em dificuldades, porque o pagamento dos juros sobre o dinheiro emprestado para financiar suas compras é maior do que a receita dos investimentos sobre os ativos. [...] Suas vendas apressadas levam a fortes declínios nos preços dos ativos”. (Id. Ibid., p.14-15)

¹⁴ “People tend to pay attention to what others are paying attention to. Not surprisingly, speculative assets whose price has gone up a lot recently gather a great deal of attention. People are more likely to buy assets that have their attention just because they are thinking about them more. Assets that have not had big price increases are less likely to garner the attention”.

financeira (por exemplo, concedendo crédito mesmo a clientes com perfil de crédito ruim). Esse processo acelera o crescimento econômico e retroalimenta o otimismo. O otimismo, todavia, é baseado apenas em estimativas, isto é, meras suposições dos agentes (FISCHER, 1932). Além disso, a estabilidade leva os agentes a assumirem riscos maiores, elevando o comportamento especulativo, por isso, durante esse período de crescimento, pode emergir um boom especulativo, em que se altera a forma como são financiados os investimentos e os ativos de capital, gerando, assim, crescente instabilidade no sistema (MINSKY, 2013). As inovações financeiras surgem com intensidade nesses períodos.

Galbraith (1992) descreve esse episódio especulativo de maneira semelhante, em linhas gerais, embora com mais pessimismo em relação à possibilidade de surgimento de verdadeiras “inovações financeiras”. O surgimento de algum artefato ou acontecimento de características aparentemente inovadoras é suficiente para dar início a uma nova dinâmica especulativa, na argumentação do autor. O preço desse objeto de especulação aumenta, influenciando positivamente na esperança de novos aumentos de preços no futuro e atraindo novos compradores, em um processo pró-cíclico. Assim, “a especulação alimentando-se de si mesma confere a si mesma seu próprio ímpeto” (GALBRAITH, 1992, p.2).

Ainda de acordo com este autor, nesse processo, está inclusa uma futura e inevitável queda, que “não pode ser suave ou gradual” (GALBRAITH, 1992, p.3). Quando ocorre uma mudança na política governamental ou a falência inesperada de alguma empresa, ou até mesmo quando agentes importantes passam a ter expectativas pessimistas, interrompe-se o aumento dos preços dos ativos e a economia passa a desacelerar. Quando os aumentos de preços terminam, simultaneamente, os aumentos de demanda por esses ativos supervalorizados também cessam (SHILLER, 2001). Em um regime financeiro altamente dependente do financiamento dessas posições por meio de obtenção de recursos de outros agentes (portanto, com emissão de passivos para financiar ativos), um aumento na demanda por este tende a aumentar as taxas de juros, o que diminui ou elimina as margens de segurança necessárias, fazendo com que os investidores se vejam obrigados a vender certos ativos (MYNSKI, 2013). Devido à contração da demanda por ativos e, conseqüentemente, à não realização dos lucros esperados, os investidores, que financiavam suas compras com dinheiro emprestado, sofrem com o pagamento dos juros sobre os empréstimos, que passam a ser superiores à sua receita dos investimentos especulativos realizados de forma alavancada, e tornam-se vendedores em dificuldades. Conforme os preços continuam a declinar, mais investidores acreditam na

improbabilidade de que os preços aumentem e decidem vender seus ativos. As vendas massivas levam a fortes declínios no preço dos ativos. A mudança no nível de preços tem impacto na dívida - fator que influenciou diretamente nessa mudança – e, nesse caso de sobreendividamento, “o próprio ato de liquidação pode ampliar as dívidas reais em vez de reduzi-las” (FISCHER, 1932, p. 25, tradução nossa¹⁵), já que, além dos juros crescentes, os agentes precisam lidar com quedas abruptas nos preços de venda de seus ativos. Dessa forma,

a instabilidade dos preços dos ativos pode, assim, introduzir um ciclo vicioso no qual uma queda inicial no preço dos ativos leva a uma queda do investimento e, conseqüentemente, dos lucros, o que, por sua vez, faz cair ainda mais os preços dos ativos e assim por diante (MINSKY, 2013, P. 241).

Esse “pensamento de grupo”¹⁶ pressupõe o que Kindleberger e Aliber (2013) chamam de caráter irracional das manias¹⁷. Estas estão associadas à euforia econômica e à histeria em massa. Esse caráter racional do comportamento coletivo não exclui o caráter racional dos indivíduos: estes ainda reagem a mudanças nas variáveis econômicas de forma consistente com pressupostos de racionalidade. Mas num processo de crise, parece ser racional acompanhar o comportamento de grupo (fato discutido por Keynes, 1973, no capítulo 12 da Teoria Geral, por exemplo), dada a necessidade de tomar decisões num ambiente de incerteza maior. Kindleberger e Aliber traduzem essa aparentemente contradição como um paradoxo: “o todo é diferente da soma das partes” (2013, p.58). Isso quer dizer que, individualmente, os atores econômicos têm comportamento racional, quando esse comportamento é ampliado aos demais indivíduos, a “manada” acaba tendo caráter irracional, e tem-se, então, uma mania.

De acordo com Galbraith (1992, p.8), “o episódio eufórico é protegido e sustentado pela vontade dos que estão nele envolvidos”, isto é, os indivíduos estão sujeitos a seu próprio interesse pessoal na sustentação da crença eufórica e também a pressões de opinião otimistas em tal crença.¹⁸ Outros dois fatores devem ser mencionados: a brevidade da memória financeira

¹⁵ “*The very act of liquidation may sometimes enlarge the real debts instead of reducing them*”.

¹⁶ Sobre a psicologia de massa, pode-se afirmar que “a opinião de todos é guiada pela opinião de todos os outros; mesmo as pessoas mais intelectuais, pelo menos, ‘temem os medos de outros homens’ e contribuem para o pânico de que tais medos fazem parte” (FISCHER, 1932, p.33, tradução nossa).

¹⁷ “Durante a mania, os aumentos nos preços dos imóveis ou ações ou em uma ou diversas mercadorias contribuem para elevações no consumo e gastos com investimentos que, por sua vez, levam à aceleração do crescimento econômico [...] O crescimento mais rápido induz os investidores e devedores a tornarem-se mais otimistas, e os preços dos ativos aumentam mais rapidamente” (KINDLEBERGER, 2013, p.14).

¹⁸ “À medida que um profissional do mercado obtém sucesso com sua estratégia, a sensação de que o bom desempenho no passado garantirá o sucesso futuro é ampliada. Não é difícil ver profissionais de mercado vangloriando-se de sua capacidade acima da média em realizar projeções competentes com relação ao cenário econômico futuro [...] Essa postura facilita a crença de que um movimento persistente dos mercados seja uma confirmação das projeções do analista, e não uma bolha” (CASELANI, 2003, p.29).

e a ilusão de que ganhos monetários significativos – o “ganhar muito dinheiro” –, em nosso sistema, está associado a certo elevado grau de pretensa inteligência e conhecimento. O primeiro possibilita que velhos instrumentos de dívida sejam redefinidos como inovações financeiras, permitindo ganhos significativos, sendo vistos como oportunidade de investimento inovador, mesmo que estes sejam apenas mais uma forma de alavancagem de endividamento que se mostrará desproporcional aos meios de pagamento quando da eclosão da crise. O segundo está ligado à crença de que “o dinheiro é a medida da realização capitalista” (GALBRAITH, 1992, p. 10). Desse modo, percebe-se que “o não reconhecimento da precariedade e da efemeridade da confiança – mormente em situações em que é necessário rolar continuamente dívidas de curto prazo – talvez seja o principal fator, mais que qualquer outro, que dá origem à síndrome do ‘desta vez é diferente’” (REINHART; ROGOFF, 2010, XXIII).

Minsky, que dedicou sua carreira acadêmica à pesquisa das crises financeiras, dando prosseguimento aos insights iniciais de Fisher, Schumpeter, Keynes e Kalecki, argumenta em seus estudos que, sendo o capitalismo um sistema movido pela busca de lucros, sua instabilidade intrínseca não é originada exogenamente, por choques aleatórios que interrompam o funcionamento normal do sistema. Pelo contrário, ele explicita no conjunto de sua obra que a instabilidade do capitalismo é inerente à sua própria tendência de crescimento, ou seja, este cria as condições para a emergência das crises financeiras (MINSKY, 2013). Essa busca constante por lucros, combinada com períodos de prosperidade, promove o surgimento de posições de endividamento cada vez mais arriscadas por parte de alguns agentes.

O investimento depende da relação entre preços dos ativos, fluxos de rendimentos e condições de financiamento. Em sua análise, Minsky divide os agentes em três posturas financeiras, quanto à relação entre os fluxos de entrada e saída da capital e ao financiamento de ativos. Agentes de postura *hedger* são aqueles que contam com fluxos de caixa operacionais mais que suficientes para quitar seus compromissos, isto é, adotam uma estratégia que lhes oferece proteção, em certa medida, às quedas de preços e aumentos de juros. Agentes de postura especulativa são aqueles que contam com fluxos de caixa suficientes para cobrir, pelo menos, os juros de suas dívidas, dependendo, em alguns momentos, da renovação de dívidas. E, por último, os agentes de postura *Ponzi* são aqueles em situação de pagamentos que superam as rendas presentes, isto é, necessitam de refinanciamentos constantes e ampliados para que não se tornem insolventes.

O mercado financeiro se encontra se mais frágil a mudanças nas expectativas à medida em que agentes de postura *hedger* migram para posturas especulativas e *Ponzi*¹⁹. Para agentes que se utilizam de financiamento de caráter especulativo as receitas de curto prazo cobrem apenas os juros, enquanto para agentes de financiamento tipo *Ponzi* as receitas de curto prazo são insuficientes para cobrir sequer o pagamento dos juros, de modo que as dívidas aumentam explosivamente (PAPADIMITRIOU; WRAY, 2013; MINSKY, 2013, p. 19). Assim, o funcionamento da economia capitalista depende da manutenção de um nível sustentável de renda de capital, que seja suficiente para validar dívidas passadas, isto é,

“Os preços dos ativos produtivos e financeiros dependem das expectativas sobre quanto irão gerar de fluxo de caixa, assim como da taxa de capitalização, que para cada investimento particular incorpora riscos e graus de incerteza próprios. Uma vez que os lucros brutos provenientes da criação e distribuição do produto corrente dependem do ritmo dos investimentos, os investimentos de hoje determinam os fluxos de caixa disponíveis para os cumprimentos de contratos financeiros firmados no passado.” (MINSKY, 2013, p. 195)

Com a análise da dinâmica acima e partindo das preposições de que a) os mecanismos de livre mercado não podem levar a um equilíbrio sustentado, com estabilidade de preços e pleno emprego; e que b) os ciclos de negócios são devidos a propriedades financeiras essenciais do capitalismo, Minsky (2013) formula sua hipótese de fragilidade financeira, em que a existência de um sistema financeiro complexo é a causa da instabilidade do próprio sistema capitalista (sendo também responsável por sua característica de adaptabilidade, por outro lado). Em momentos de euforia e estabilidade criam-se incentivos para que a participação de arranjos de tipo especulativo e *Ponzi* aumente, reduzindo as margens de segurança com os quais as empresas operam (maior nível de alavancagem, menores colchões de liquidez). Um aumento das taxas de juros (ou qualquer evento: uma mudança política, a quebra de uma firma importante, a mudança de humor dos mercados) pode, então, alterar as rendas esperadas de investimentos e os preços dos ativos de capital, “assim, tempos de tranquilidade e segurança são fases transitórias de passagem para a fragilidade financeira” (MINSKY, 2013, p. 246).

¹⁹ “Minsky define três tipos de portfólios, dependendo da forma pela qual se financia a retenção de ativos. No primeiro caso, hedge, o agente emite débitos de longo prazo, cujo serviço é sempre inferior ao rendimento esperado dos ativos financiados. [...] No caso de as expectativas se mostrarem corretas com relação às rendas dos ativos, o agente estará a salvo de mudanças nos mercados financeiros, dado que suas necessidades de financiamento são equacionadas inteiramente no início do período de retenção. [...] Nos portfólios especulativos, o desequilíbrio de curto prazo é tal que nem ao menos os juros podem ser pagos. O principal, porém, a ser amortizado tem de ser refinanciado até que, mais para o fim do período, ele possa ser saldado. [...] Os portfólios chamados de Ponzi, em que refinanciamentos poderão ser necessários no curto prazo até mesmo para os juros, o que implica que o valor da dívida tende a crescer durante o período de retenção, [...] é um caso mais extremo de portfólio especulativo [...]”. (CARVALHO, 1987, p. 260-261)

A instabilidade dos mercados de crédito provoca uma mudança nas expectativas dos investidores conforme os devedores percebem a desconexão entre os valores de suas dívidas e rendas. Reduzem-se, então, os gastos e vendem-se os ativos para aumentar o nível de liquidez. De acordo com Kindleberger (2013), são esses aumentos não sustentáveis nas dívidas de um grupo de devedores ou no preço das ações que caracterizam a formação de bolhas especulativas. O crescimento da dívida transforma-se em uma dinâmica problemática quando não há mais dinheiro suficiente para novos empréstimos e, portanto, torna-se impossível pagar os juros dos empréstimos pendentes. No momento em que a bolha explode, os preços dos ativos caem, atingindo primeiro devedores e, mais tarde, financiadores.

Para Kindleberger (2013),

o modelo padrão da sequência de eventos que leva às crises financeiras começa com um choque, disparando uma expansão econômica que se transforma em um boom e, então, se desenvolve a euforia. Os preços dos ativos aumentam [...]. Poucos investidores astutos ou sortudos vendem alguns de seus ativos para proteger seus ganhos especulativos, e a desaceleração do aumento dos preços dos ativos pode induzir a uma postura mais cuidadosa de outros [...] quando os preços dos ativos começam a cair [...], um pânico pode surgir, seguido por uma quebra²⁰.

Desde a consolidação do sistema financeiro globalizado em 1985, permitiu-se a formação de bolhas especulativas, seguidas de crise, de dimensões cada vez maiores²¹. A análise histórica desenvolvida por Bordo e Eichengreen (1999) enfatiza o papel da globalização econômica e financeira na criação de um ambiente mais propenso a crises, dada a alta mobilidade internacional do capital. As crises modernas têm sido caracterizadas pela interação entre crises bancárias e bolhas especulativas de ativos, isto é,

a mesma falta de regulamentação e risco moral que enfraquece os bancos também leva à excessiva especulação e formação de bolhas de ativos, criando um ciclo no qual os *crashes* do mercado de ativos deixam os bancos com grandes montantes de empréstimos ruins e garantias menos valiosas. Isso precipita uma crise bancária que restringe o crédito e leva a uma venda ainda mais intensa, deprimindo ainda mais os preços dos ativos. Assim, a presença de um amplia o outro, tornando o efeito agregado muito pior do que colapsos

²⁰ Uma bolha especulativa pode, assim, ser definida, segundo o Farlex International (2009), como “uma situação em que os preços dos títulos, especialmente os estoques, aumentam muito acima do seu valor real [...] As bolhas geralmente ocorrem quando os investidores, por várias razões, acreditam que a demanda pelas ações continuará a subir ou que as ações se tornarão lucrativas em pouco tempo. Ambos os cenários resultam em aumento de preços”. Complementando a definição, a NASDAQ (2018) afirma ainda que “as bolhas são muitas vezes difíceis de detectar em tempo real, porque há discordância sobre o valor fundamental do ativo”.

²¹ Kindleberger (2013) identifica quatro ondas de crises financeiras, seguidas por recessão, a partir da década de 1980. A primeira estava relacionada com os empréstimos concedidos ao Brasil, México, Argentina e outros países em desenvolvimento. A segunda, em 1990, ocorreu no Japão, Finlândia, Noruega e Suécia. A terceira foi a crise asiática de 1997. E, por último, a quarta – considerada mais severa – diz respeito à crise de 2008 – proposta de análise deste trabalho.

de ativos ou crises bancárias separadamente (KNOOP, 2012, p. 189, tradução nossa²²).

O aumento no fornecimento de crédito, o maior otimismo dos investidores e o crescimento econômico rápido foram fatores que incentivaram cada vez mais agentes a comprarem ativos com vistas a lucros no curto prazo. Desse modo, são os próprios empreendedores, auxiliados pelos banqueiros, que competem para conceder crédito aos especuladores, que sustentam a atividade especulativa ao comprarem instrumentos financeiros com promessas de retornos anormalmente altos (ABOLAFIA; KILDUFF, 1988). A globalização financeira também teve um papel importante para que as bolhas financeiras contemporâneas atingissem dimensões superiores às demais, em parte, devido à volatilidade nos preços das commodities, moedas, imóveis e ações (KINDLEBERGER, 2013). Essa dinâmica de globalização está ancorada a) na liberalização dos mercados financeiros; b) na desintermediação bancária; c) na externalização do risco e; d) na elevada alavancagem financeira das empresas e investidores individuais.

A liberalização dos mercados financeiros correspondeu à eliminação de barreiras à livre movimentação de capitais entre os países. Isso “aumentou a liberdade das instituições financeiras de escolher onde e como operar, aí incluídos mercados que eram tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais” (Cardim de Carvalho, 2008). Depois que as principais economias mundiais liberalizaram suas contas de capital e formou-se um mercado financeiro global, foi necessário o estabelecimento de normas comuns aos bancos que competiam internacionalmente. Essa arquitetura regulatória surgiu por meio dos chamados Acordos da Basileia, conduzidos sob a liderança do BIS.

Almejando a estabilidade monetária e financeira, em 1975, após o fim do Sistema Financeiro Internacional baseado em taxas de câmbio fixas, foi criado o Comitê da Basileia de Supervisão Bancária (CBSB), ligado ao Banco de Compensações Internacionais (BIS), organização internacional responsável por fomentar a cooperação entre os bancos centrais e outras agências. Em 1988, o CBSB, divulgou o primeiro Acordo de Capital da Basileia, com o objetivo criar exigências mínimas de capital para instituições financeiras como forma de fazer face ao risco de crédito e aos riscos de mercado, buscando minimizar as desigualdades

²² “The same lack of regulation and moral hazard that weakens bank fundamentals also leads to excessive speculation and asset bubbles, creating a feedback loop in which asset market crashes leave banks holding large amounts of bad loans and less valuable collateral. This precipitates a banking crisis that restricts credit and leads to even more panic selling, further depressing asset prices. Thus, the presence of one magnifies the other, making the aggregate effect much worse than asset crashes or banking crises separately”.

competitivas entre bancos internacionalmente ativos – já que, até então, as regras de capital mínimo eram estipuladas por reguladores nacionais. E, em 2004, o CBSB divulgou a revisão desse acordo, conhecida como Basileia II, tendo como objetivo buscar uma medida mais precisa dos riscos incorridos pelos bancos internacionalmente ativos.

Basileia II, direcionado especialmente aos grandes bancos (“*too big to fail*”) além de conter os Princípios Essenciais para uma Supervisão Bancária Eficaz (Princípios da Basileia) e seguir uma lógica liberalizante e pró-mercado, contava como pilares regulatórios a ênfase na disciplina de mercado e a capacidade dos bancos em estabelecerem seus próprios patamares de exposição ao risco (Cardim de Carvalho, 2008; Vasconcelos, 2014).

Foi nesse contexto, entretanto, que se deflagrou a crise financeira de 2008 – que mais tarde contagiaria as economias europeias mais vulneráveis -, revelando que o uso dos coeficientes de capital adotados nesse acordo não foi suficiente para garantir a solidez dos bancos. Além disso, identificou-se uma falha no que diz respeito à inadequação de Basileia II no tratamento dos aspectos de liquidez de ativos em atividades bancárias (VASCONCELOS, 2014). A crise do *subprime* formou-se, inflou e explodiu no contexto mesmo de implantação do acordo de Basileia II nos sistemas bancários americano e europeu, principalmente, mas também no resto do mundo.

Capítulo II – As economias europeias e a crise (2008-2014)

A crise financeira dos Estados Unidos foi desencadeada em meados de 2007 devido ao estouro da bolha de preços de ativos ligados à concessão de créditos hipotecários de alto risco (*subprime*), sustentada pelos aumentos nos preços dos imóveis, pela entrada maciça de capital estrangeiro desde a década de 1980 – que resultaram em déficits na balança comercial e na conta corrente -, e políticas regulatórias que, como mencionado anteriormente, tinham caráter altamente voltado para uma filosofia pró-mercados, mais frouxa (REINHART; ROGOFF, 2010).

Após os atentados terroristas de 2001, o governo estadunidense e o Federal Reserve Bank (FED) precisaram adotar medidas que contivessem a contração do consumo. Como incentivo, o FED baixou significativamente a taxa de juros, o que resultou no incentivo à abertura de linhas de crédito imobiliário para clientes *subprime*, isto é, com exigências mínimas de perfil de crédito, verificações muito frouxas dos níveis de renda e baixos cronogramas iniciais de pagamento²³. Para não arcar com os riscos de inadimplência em sua totalidade, as financeiras lançaram no mercado títulos – também com altas taxas de retorno esperado –, com o objetivo de minimizar riscos em títulos que, então, poderiam ser repassados a investidores. O objetivo principal não eram os empréstimos para financiar hipotecas, mas sim o empacotamento das hipotecas em títulos que pudessem ser negociados com altas taxas de retorno esperado e ganhos com taxas administrativas ligadas a essas emissões. Todavia, ao criar uma rede de liquidez incerta, todos esses setores ficam, essencialmente, dependentes do cumprimento das obrigações por parte dos clientes *subprime*. Nesse momento,

os maiores bancos de investimentos de Wall Street haviam criado o instrumento de sua própria destruição, o swap de crédito (*credit default swap* – CDS) sobre o título hipotecário *subprime* [...] que permitia aos investidores apostar contra o preço de determinado título – vendê-lo “a descoberto”. Era uma apólice de seguro, mas com um detalhe: o comprador não precisava possuir o ativo segurado (LEWIS, 2011, p.9).

Em 2004, com a retomada do crescimento dos Estados Unidos, o FED aumentou as taxas de juros, comprometendo o pagamento das dívidas e compromissos hipotecários de muitas famílias com hipotecas *subprime*. Ademais, dados empíricos coletados no estudo de

²³ Especialistas afirmam que essa política foi incentivada pelo governo Bush, ao fomentar uma situação de excessos no mercado financeiro. Esse governo estimulou os empréstimos, particularmente, do mercado habitacional, e evitou a regulamentação de bancos e corretores de hipotecas, deixando essa responsabilidade a cargo do FED que, à época, também não tinha interesse na regulamentação (LANDER; STOLBERG, 2008).

Reinhart e Rogoff mostram que, de acordo com o índice de preços de moradia Case-Shiller, deflacionado pelo deflator do PIB,

entre 1996 e 2006 (ano em que os preços atingiram o pico), o preço real apresentou aumento acumulado em torno de 92% - mais de três vezes o aumento acumulado de 27%, no período de 1890 a 1966. Em 2005, no auge da bolha, os preços das moradias subiram mais de 12% (ou seja, cerca de seis vezes a taxa de aumento do PIB real per capita naquele ano) (REINHART; ROGOFF, 2010, p. 205).

Ao aumento da inadimplência em relação às dívidas hipotecárias desses empréstimos *subprime*, seguiu-se uma onda de quebras bancárias, detalhada nos parágrafos seguintes. É perceptível, portanto, que

a situação de alta liquidez desses papéis esteve altamente correlacionada ao boom econômico; todavia, quando os primeiros sinais de fumaça surgiram nos mercados financeiros, esses diversos tipos de securities logo viram seu valor de face virar pó com o desenrolar dos eventos (VASCONCELOS, 2014, p.89).

Nos primeiros meses de 2007, o Federal Home Loan Mortgage Corporation, garantido pelo governo dos Estados Unidos, anunciou que deixaria de comprar as hipotecas *subprime* de maior risco; logo em seguida, o New Century Financial Corporation, um dos principais credores hipotecários *subprime*, entrou com um pedido de falência “*Chapter 11*”²⁴; e, na metade deste mesmo ano, o Bear Stearns, banco de investimentos de New York, liquidou dois fundos de hedge que haviam investido em títulos lastreados em hipotecas (RYBACK, 2018).

Para James (2009), os primeiros sinais de problemas no sistema bancário surgiram na Europa, com a falência de duas pequenas instituições alemãs - o IKB Deutsche Industriebank e o Landesbank Girozentrale Sachsen. Para conter as expectativas quanto à instabilidade das instituições bancárias, o Banco Central Europeu, assim como o FED, passou a injetar liquidez no mercado.

Ao longo de 2008, entretanto, notou-se que essa provisão de liquidez por si só não havia sido suficiente para conter as crises na confiança sobre o sistema bancário. Em março, o FED, apoiado pelo Tesouro, forneceu quase US\$ 30 bilhões para resgatar o Bear Stearns, facilitando sua absorção pelo JP Morgan Chase. O objetivo era o de preservar a situação dos credores do banco de investimento, evitando perdas subsequentes dos demais negócios financeiros ligados a ele no caso da decretação de falência.²⁵ O resultado dessa ação foi uma interpretação por parte dos agentes de que “Wall Street havia falhado, mas também uma indicação da disposição do

²⁴ “Este capítulo do Código de Falências geralmente prevê a reorganização, geralmente envolvendo uma corporação ou parceria. Um devedor do *Chapter 11* geralmente propõe um plano de reorganização para manter seu negócio vivo e pagar os credores ao longo do tempo” (UNITED STATES COURTS, 2018, tradução nossa).

²⁵ De acordo com Blinder (2013), o Bear Stearns era considerado “*too interconnected to fail*”, o que motivou tal operação por parte do FED.

governo e das autoridades reguladoras de intervir com medidas dramáticas que iam além dos limites legais em sua capacidade de ação” (JAMES, 2009, p. 100-101, tradução nossa²⁶).

Mesmo com a operação de resgate do Bear Stearns e a concessão de outros empréstimos por parte do FED, o sistema financeiro estadunidense não voltou a operar normalmente. Em julho de 2008, devido a fortes pressões estrangeiras de grandes mercados emergentes – como China e Rússia – precisaram ser concedidos empréstimos à Fannie Mae e à Freddie Mac, empresas de capital aberto garantidas pelo governo e autorizadas a conceder e garantir hipotecas imobiliárias, além de autorizar o Tesouro a comprar fatias de capital nessas instituições.

Alguns meses depois, após quedas contínuas no preço das ações do Lehman Brothers, outro banco de investimentos cuja carteira de ativos estava ancorada em empréstimos hipotecários *subprime*, aceleradas pelo anúncio de perdas bilionárias e percepções do pessimismo dos responsáveis por este, o banco de investimentos tentou buscar uma operação de resgate junto ao FED. O então presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, sustentou o argumento de que, por não haver nenhum comprador e nem garantias suficientes, não seriam concedidos empréstimos por parte da organização. Ou seja, “um empréstimo garantido pelos ativos do Lehman não era considerado ‘seguro para a satisfação’ do FED, porque o Lehman não era apenas ilíquido; era insolvente” (BLINDER, 2013, p.127, tradução nossa²⁷).

A falência do Lehman Brothers é considerada o estopim da crise de 2008. A partir de então, empresas, investidores e demais indivíduos, ao perderem a confiança no sistema, iniciam uma corrida pela liquidez com forte redução dos investimentos e a economia entrou num processo de recessão. A crise atinge a escala global quando, além da propagação das expectativas pessimistas, os demais Estados, especialmente nas economias periféricas da Europa, incorrem em endividamentos insustentáveis para salvar suas instituições financeiras, já que muitas delas estavam ligadas ao *boom* do *subprime* – seja pela propriedade de ativos desse tipo ou por endividamentos insustentáveis e possibilitados pela bolha estadunidense. Além disso,

um dos problemas que marcaram os meses imediatamente [...] após a quebra do Lehman Brothers e dos problemas com outros gigantes financeiros norte-americanos e europeus, foi que o socorro financeiro dos governos (em particular, dos governos dos EUA e do Reino Unido) resultou num sistema financeiro mundial inundado por dinheiro e sem nenhuma disposição a fazer

²⁶ “*Wall Street had failed, but also an indication of the willingness of the government and regulators to intervene with dramatic measures that went beyond the legal limits in their ability to act*”

²⁷ “*a loan secured by Lehman's assets was not considered 'safe for the satisfaction' of the FED because Lehman was not only illiquid; it was insolvent*”

esse dinheiro circular na economia. A crise, mais do que revelar-se uma crise de insolvência, [...] revelou-se na verdade uma crise de liquidez (VASCONCELOS, 2014, p. 86-87).

Dentre as causas fundamentais de contágio de uma crise financeira estão os choques macroeconômicos de escala global e, também, os choques locais que podem ser transmitidos aos demais países por meio dos diversos vínculos comerciais e financeiros que esses países possuem. Por esse motivo, “se um país está intimamente integrado aos mercados financeiros globais, ou se os mercados financeiros de uma região estão fortemente integrados, os preços dos ativos e outras variáveis econômicas se moverão em conjunto” (DORNBUSCH; PARK; CLAESSENS, 2000, p. 181, tradução nossa²⁸).

A crise dos Estados Unidos transbordou, então, para a Europa, cujos vínculos com a economia norte-americana são muito fortes desde o início do século XX. O sistema financeiro europeu foi fortemente atingido, colapsando o mercado interbancário, isto é, em resposta à desconfiança nesse mercado, os bancos congelaram as operações de empréstimos interbancários (CECHIN; MONTROYA, 2017).

Países como Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal haviam ampliado seu endividamento durante o período de boom e, assim, quando a liquidez internacional cessou, ao mesmo tempo em que as taxas de juros se elevaram, os sistemas financeiros desses países entraram em situação de desequilíbrio de balanço. Os governos locais precisaram, então, intervir para contrabalançar os efeitos da desalavancagem. Os aumentos de gastos demandados elevaram os déficits públicos a patamares que ultrapassam os limites aceitáveis pelos mercados financeiros, que passaram a demandar sua redução e o compromisso com medidas de austeridade (OLIVEIRA; DEOS; WOLF, 2014).

Desse modo, “a forte deterioração fiscal observada após a crise deve ser entendida como uma consequência, e não a causa da crise” (BLIKSTAD; OLIVEIRA, 2017, p.16, tradução nossa²⁹). Ademais, como a crise estancou as fontes de financiamento desses países, os desequilíbrios externos e internos se tornaram insustentáveis. A partir do momento em que os investidores perceberam que tais acontecimentos poderiam impedir o pagamento das dívidas que os países europeus detinham – especialmente Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha –

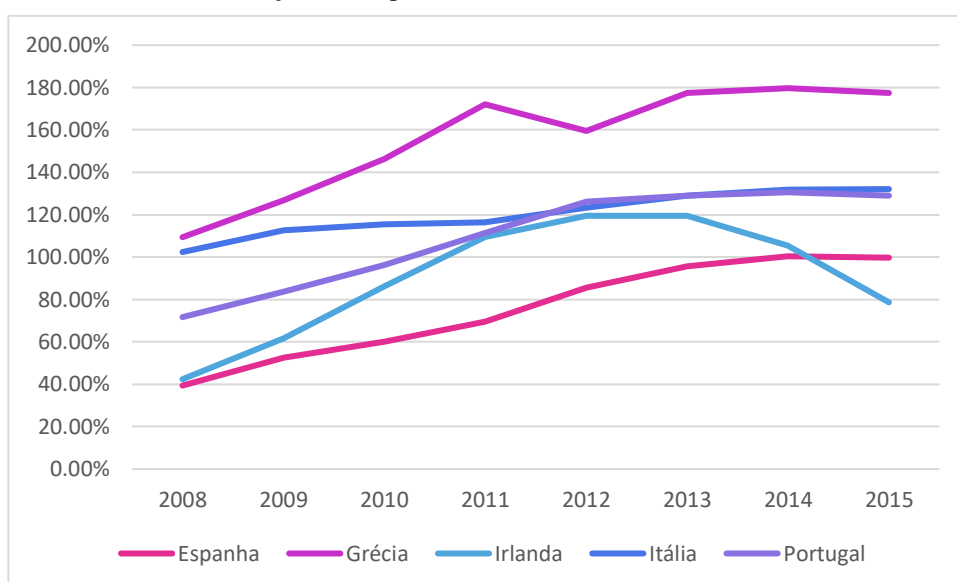
²⁸ “If a country is closely integrated into global financial markets, or if the financial markets in a region are tightly integrated, asset prices and other economic variables will move in tandem”.

²⁹ “The strong fiscal deterioration observed after the crisis should be understood as a consequence, not the cause of the crisis”.

a crise bancária atingiu o setor governamental. Esse conjunto de países europeus chegou a receber um acrônimo de caráter pejorativo – PIIGS – por se tratarem de países com problemas crônicos de competitividade externa, refletidos em déficits em conta corrente e desequilíbrios fiscais, cuja situação se tornou insustentável após a crise, como pode ser observado no Gráfico 1. Para Blikstad e Oliveira (2015, p.6),

a retirada das barreiras entre os mercados de capitais nacionais, a convergência das taxas de juros para níveis mais baixos e a criação de novos produtos e segmentos financeiros para alguns países desencadearam um forte afluxo de capitais dos países centrais da Europa para os PIIGS no período anterior à crise, intensificando a integração financeira do bloco. Esse processo, vale salientar, potenciou a fragilidade financeira ao longo do período de expansão.

Gráfico 1 – Relação dívida pública/PIB dos PIIGS entre 2008 e 2015 (%)



Fonte: Trading Economics

Antes de sua adesão à União Monetária, os PIIGS enfrentavam altas taxas de *spread*, sendo obrigados a pagar prêmios acima da taxa de juros para compensar os riscos dos investidores. Ao participarem da Zona do Euro, esperava-se que as incertezas seriam eliminadas – tanto a incerteza cambial, pela introdução da moeda única, quanto a incerteza quanto à solvência dos bancos e Estados, graças à estabilidade e proteção sinalizadas pela União – e que, com a redução dos *spreads*, o dinheiro poderia ser canalizado para o pagamento de dívidas, resultando, no longo prazo, em um crescimento estável (SINN, 2014).

A redução dos spreads conseguiu efetivamente transformar esses países em importadores de capital. Entretanto, para acompanhar esse movimento de investidores, foi necessário que esses Estados incorressem em déficits ainda maiores em sua conta corrente, para gerar demanda por crédito externo. Por se tratar de uma união monetária, o déficit pode ser causado

por um *boom* de investimentos real interno, resultante de melhores condições de crédito, e que cria empregos e aumenta a renda, o que, por sua vez, aumenta as importações. A reação da conta corrente é reforçada por um declínio nas exportações, resultante dos aumentos salariais que o *boom* produz, e que prejudicam a competitividade das indústrias de exportação (SINN, 2014, p. 48, tradução nossa³⁰).

Entretanto, com o surgimento da crise³¹ os *spreads* voltaram a subir - como mostram os gráficos seguintes -, agora impulsionados pelo maior risco de inadimplência, já que as dívidas de tais países passaram a se mostrar insustentáveis diante do escasseamento dos canais de crédito. A inexistência de um emprestador em última instância³² contribuiu para que a crise se expandisse para outros mercados, pois temia-se que os rendimentos dos títulos públicos dessas economias não seriam honrados.

Os preços dos títulos dos governos dos países da Europa Meridional e da Irlanda despencaram ao passo que as taxas de juros domésticas se elevaram rapidamente, acabando por impactar negativamente as condições de dívida desses países, ainda mais por estarem aliados a um baixo potencial de crescimento econômico. Assim, a dívida privada de instituições financeiras altamente alavancadas tornou-se, via programas de resgate e socorro aos sistemas bancários nacionais, dívida pública dos estados após o congelamento do sistema bancário global em 2008.

“À medida que os estados lutaram para preencher esses buracos fiscais, a dívida pública mais uma vez tomou o lugar da dívida privada à medida que os estados resgataram e recapitalizaram seus bancos [...]. O aumento da dívida soberana, que até então não era arriscado, de repente tornou-se muito mais arriscado à medida que o crescimento econômico desacelerou e, como

³⁰ “By an domestic real investment boom, resulting from better credit conditions, and that creates jobs and increases incomes, which in turn increases imports. The current account reaction is reinforced by a decline in exports, as a result of the wage increases that the boom produces, and which undermine the competitiveness of export industries”.

³¹ Sinn (2014) demonstra que a continuidade das importações de capital durante os primeiros anos da crise foi, em grande parte, explicada pelo fornecimento de crédito público internacional, em vez de fluxos de capital privado.

³² A inexistência de um emprestador em última instância é resultado da adesão à Zona do Euro, que impede os bancos centrais nacionais de socorrerem seu Estado. O BCE, por sua vez, não tinha permissão para atuar como banqueiro dos Estados em situações de fragilidade monetária (BLIKSTAD; OLIVEIRA; 2015). O BCE tem responsabilidade de atuar, no contexto das políticas monetária e cambial, com o objetivo central de manter a taxa de inflação baixa e estável, por meio do controle da taxa de juros de curto prazo (OLIVEIRA; WOLF; 2017).

consequência, o rendimento dos títulos aumentou” (BLYTH, 2013, p. 51-52, tradução nossa³³).

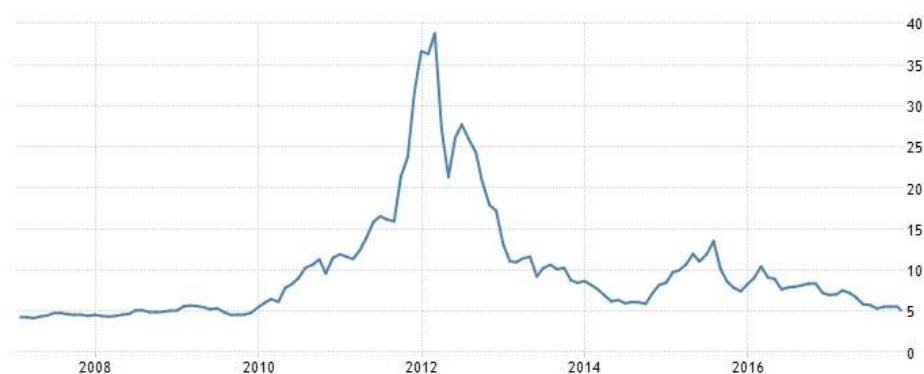
Nos gráficos abaixo é possível notar que, nos PIIGS, os spreads de taxas de juros dispararam nos anos seguintes à crise de 2008, especialmente entre 2010 e 2012, como reflexo direto da piora das condições de financiamento dos déficits interno e externo dessas economias.

Gráfico 2 – Rendimento dos títulos públicos – *spreads* – da Espanha nos últimos 10 anos (%)



Fonte: Trading Economics

Gráfico 3 – Rendimento dos títulos públicos – *spreads* – da Grécia nos últimos 10 anos (%)



Fonte: Trading Economics

Gráfico 4 – Rendimento dos títulos públicos – *spreads* – da Irlanda nos últimos 10 anos (%)

³³ “As states struggled to fill these fiscal holes, public debt once again took the place of private debt as states bailed out and recapitalized their banks [...] Already debt-loaded sovereigns that hadn’t looked risky before suddenly looked much riskier as their growth slowed and as a consequence their bond yields shot up”.



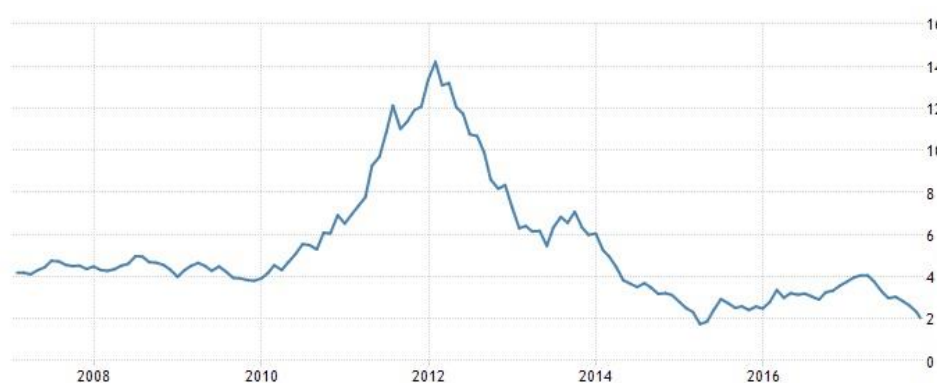
Fonte: Trading Economics

Gráfico 5 – Rendimento dos títulos públicos – *spreads* – da Itália nos últimos 10 anos (%)



Fonte: Trading Economics

Gráfico 6 – Rendimento dos títulos públicos – *spreads* – de Portugal nos últimos 10 anos (%)



Fonte: Trading Economics

A economia dos PIIGS tem um regime de crescimento *finance-led*, isto é, com ênfase no consumo e investimentos imobiliários financiados através do endividamento privado e do aumento dos preços dos ativos (NOUSIOS; OVERBEEK; TSOLAKIS, 2011). Ou seja, o setor

privado acumulara diversas dívidas e, por esse motivo, teria que reduzir seu nível de dispêndio para aumentar a poupança privada. Essa “combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas [...] torna muito estreito o espaço para a utilização da política fiscal de forma anticíclica” (OREIRO, 2010, p. 44).

Dessa forma, a recuperação de tais economias exigiria um aumento da poupança pública ou da poupança externa. Sendo que o aumento da poupança pública corresponde à política de redução da demanda, a única escolha viável é a de reduzir o déficit de conta corrente através de um aumento forte e sustentável das exportações – o que é praticamente impossível num contexto de recessão global e especialmente para economias com baixo dinamismo econômico, como Grécia e Portugal, por exemplo. Além disso, como esses países se encontram na Zona do Euro, não é mais possível a eles utilizar política cambial para impulsionar as exportações, reduzir as importações e aumentar as receitas externas, reduzindo o peso das dívidas por meio da inflação e da depreciação – práticas possíveis em regimes de taxas de câmbio flexíveis e controladas pelos Estados individualmente. Abandonar o euro, entretanto, trata-se de uma alternativa custosa: haveria corrida aos bancos, fuga de capitais e moratória de todos os contratos em euros no país.

Analisando o regime de crescimento dos PIIGS, baseado no endividamento privado, percebe-se a importância do crédito bancário como impulsionador da atividade econômica. Até 2008, portanto, registrou-se uma expansão econômica geral acompanhada de altas taxas de crescimento creditício, associadas à melhoria na eficiência produtiva do setor e à liberalização. A redução das elevadas margens de intermediação do setor se deu pela exploração de novos mercados e pelo aumento da escala operacional, facilitado pela demanda crescente - consequência das condições de baixas taxas de juros aplicadas e das expectativas de alta rentabilidade às operações de endividamento (FERRARI FILHO; PAULA, 2012). O acesso desses países à União Monetária Europeia resultou numa redução das taxas de juros e proporcionou um acesso facilitado aos mercados financeiros internacionais, o que tornou suas condições financeiras ainda mais favoráveis.

Em 2008, observa-se uma queda abrupta nas taxas de crescimento do crédito e, infelizmente, “o acentuado crescimento do crédito não poderá se repetir, tendo em vista que isto aconteceu mediante circunstâncias financeiras excepcionais” (FUENTES; SILVA, 2010). A explosão creditícia só foi possível através de uma conjuntura financeira favorável, mas pouco sustentável no longo prazo, já que foi, em sua maior parte, ocasionada por uma demanda creditícia especulativa - como é o caso do setor imobiliário - e não contribuiu para o

crescimento, a competitividade e os níveis de produtividade dessas economias além do curto prazo. Dentre as circunstâncias financeiras excepcionais que fizeram parte dessa conjuntura pode-se citar o decréscimo da preferência pela liquidez - com destaque para os agentes bancários -, baixas taxas de juros, acesso aos mercados internacionais e expectativas de revalorização futura dos ativos, tendo como consequência final a expansão da demanda creditícia (ROQUE, 2017). Uma das medidas necessárias para que se supere a crise é a reestruturação e o saneamento do setor bancário, afinal, a recuperação das economias europeias depende do fornecimento de crédito. A necessidade de reestruturação do setor bancário torna-se ainda mais evidente quando se analisa a estrutura econômica individual de cada um desses países e, conseqüentemente, as motivações que aprofundaram os efeitos da crise nestes.

Apesar de, em diversas abordagens, serem incluídos em um mesmo grupo, os países que compõem o PIIGS – Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal – apresentam diferenças significativas. Desse modo, será feita uma descrição das condições individuais e fragilidades que levaram cada um deles à crise.

Grécia

A Grécia, que teve uma expansão da dívida por conta de políticas de gastos públicos altamente expansionistas nas décadas de 80 e 90 para combater problemas como instabilidade, violência e polarização política, só foi capaz de aumentar seus gastos, e conseqüentemente seu endividamento, com a adoção do euro e as consecutivas reduções de *spreads* apresentadas anteriormente. Além da Grécia, outros países europeus periféricos (Espanha, Irlanda, Itália e Portugal) “foram beneficiados da classificação de crédito da Alemanha, sob o pressuposto de que o BCE cobriria todas as dívidas pendentes emitidas pelos Estados-membros, uma vez que estava tudo na mesma nova moeda – o euro” (BLYTH, 2013, p. 62, tradução nossa³⁴). No caso grego, os empréstimos foram destinados ao consumo e ao investimento privado, o que aumentou os salários, ao mesmo tempo em que reduziu sua competitividade no mercado externo. A situação grega se deteriorou com a crise que resultou na venda massiva de ativos gregos. A conseqüente queda nos preços desses ativos obrigou os agentes a venderem seus

³⁴ “Were effectively endowed with Germany’s credit rating on the assumption that the ECB would back all outstanding debt issued by member states since it was all in the same new euro currency”.

demais ativos para cobrir tais perdas, sendo estes, em grande parte, títulos das economias europeias periféricas (PIIGS).

A crise financeira grega, de inadimplência da dívida pública, teve, portanto, suas raízes na adesão à Zona do Euro e na má administração econômica do governo – incluindo fraudes e ausência de responsabilidade pública -, aliada ainda à falta de informações sobre seu desempenho econômico. À medida que os *spreads* gregos se aproximavam dos demais Estados europeus, os investidores passaram a comprar grandes quantidades de títulos da dívida do governo, reduzindo as taxas de juros. O subsequente boom econômico - sustentado pelas baixas taxas de juros e pela entrada de capital estrangeiro – foi acompanhado de uma bolha de crédito do setor privado e crescimento insustentável, dando origem a um ambiente de níveis de dívidas insustentáveis; despesa pública excessiva; crescimento dos salários não apoiado pelo crescimento da produtividade - o que levou a um declínio da competitividade da Grécia -; um aumento no fornecimento de crédito; e evasão fiscal maciça (CFA INSTITUTE, 2018).

Ademais, o modelo de crescimento adotado pela Grécia após sua entrada na UE – traduzido em um processo de desindustrialização e realocação de recursos para o setor financeiro, que gerou alta dependência de importações e fluxos de capital - contribuiu para que a situação da dívida grega se agravasse. Essas fragilidades somadas à ausência de financiamento para a rolagem da dívida, à elevação do prêmio de risco da dívida, às exigências dos credores e à deficiência da estrutura econômica local impossibilitaram uma recuperação rápida e eficaz (CARDOSO, 2018).

Em 2009, quando a agência de classificação de crédito Fitch rebaixou as classificações de crédito da Grécia, seguida pelas agências Moody's Investors Service e Standard & Poor's, os déficits fiscais e, conseqüentemente, as taxas de juros das dívidas pública e privada gregas aumentaram (GAILLARD, Norbert). Com as dificuldades de rolagem da dívida, o governo se viu obrigado a lançar medidas de austeridade em 2010: congelamento e algumas reduções salariais do setor público; congelamento de aposentadorias do Estado, aumento dos impostos (IVA) de 19% para 21%; e aumento dos impostos sobre combustíveis, álcool, cigarros, e bens de luxo. Estas medidas, entretanto, agravaram o quadro de recessão e, além de não reestabelecerem a confiança dos investidores, geraram insatisfação social e mantiveram a dívida em patamares elevados (CARDOSO, 2018).

Espanha

As bolhas que se formaram na Espanha e na Irlanda – bolhas imobiliárias -, assim como no caso grego, só atingiram tais dimensões com a adoção do euro, que deu aos bancos capacidade de conceder empréstimos a baixas taxas de juros. Com a crise, o sistema bancário colapsou e, nestes dois países, os preços dos imóveis caíram. As consequências para a Espanha foram ainda mais severas, pois o mercado imobiliário era central para sua economia. O setor de construção empregava 14% da população e representava 16% do PIB; os empréstimos individuais constituíam aproximadamente 50% do PIB (BLYTH, 2013). Ademais, havia os bancos regionais – *cajas de ahorro* – que forneciam empréstimos *subprime*, eram descapitalizados e tinham muitos ativos sem possibilidade de retornos no curto prazo, por estarem assentados no endividamento do setor privado.

As alterações nas condições macroeconômicas e financeiras e, conseqüentemente, nas expectativas dos agentes, contribuíram para tornar a situação econômica espanhola consideravelmente vulnerável, graças aos desequilíbrios acumulados no período anterior à crise. O colapso da bolha de investimentos em habitação – que caiu para menos de 7% do PIB em 2011 – foi o resultado de condições mais restritivas de financiamento, que reduziram a demanda por moradias. A desaceleração do mercado de construção ocasionou uma queda nos níveis de produção, emprego e preços – inclusive em indústrias de ramos auxiliares -, tendo efeitos de contração na renda real disponível e na riqueza. Dessa forma, a crise financeira internacional precipitou a correção dos excessos de dívida imobiliária e do setor privado que marcaram a fase de crescimento que precedeu a recessão (ORTEGA; PEÑALOSA, 2012).

Irlanda

Quanto à bolha imobiliária irlandesa – setor que representava 10% da produção e 13% dos empregos no país -, um estudo feito em 2008 pela Direção Geral da Comissão Europeia para Assuntos Econômicos e Financeiros mostra que, entre 1992 e 2006, os preços do setor imobiliário aumentaram 300% em termos reais e 340% em termos nominais³⁵, enquanto o

³⁵ A inflação dos preços da habitação - tanto real como nominal - foi a mais alta entre os países da OCDE entre meados da década de 1990 e 2006, com o Reino Unido e Espanha em segundo e terceiro lugares, respectivamente (Rae e van den Noord, 2006, *apud* MALZUBRIS, 2008).

estoque de moradias cresceu 150% nesse mesmo período. Esses aumentos podem ser explicados por um crescimento na demanda por habitação, resultado de uma população relativamente jovem e crescente, do rápido crescimento da renda real disponível, das taxas de juro reais baixas – ou até mesmo negativas -, do tratamento fiscal favorável e da compra de imóveis para fins de investimento.

Até a segunda metade da década de 90, a Irlanda possuía um crescimento *export-led*, o que impulsionou o crescimento da renda real disponível *per capita*³⁶ e, conseqüentemente, do setor de construção. O boom imobiliário foi acompanhado pelo crescimento da população entre 25 e 34 anos – graças aos fluxos migratórios da própria UE – e das dinâmicas de liberalização do mercado financeiro e abrandamento das exigências do mercado creditício. Nesse contexto, os empréstimos hipotecários residenciais cresceram 25% a.a. no período de 2000-2006; e o endividamento das famílias, correspondente a 81% do PIB, era, em sua maior parte, lastreado em propriedades (MALZUBRIS, 2008). Nos anos seguintes, com a desaceleração da economia mundial, os preços dos imóveis caem e, dado o peso desse mercado para a economia da Irlanda, esta entra em crise.

Todavia, a recuperação irlandesa foi facilitada graças ao seu modelo exportador de alta tecnologia e elevada produtividade, cuja demanda foi pouco afetada pela crise e que, juntamente com as políticas expansionistas de seus parceiros comerciais – Inglaterra e EUA - impulsionou o crescimento econômico (CARDOSO, 2018).

Itália

Itália e Portugal, igualmente com problemas no setor bancário e no endividamento público, viviam numa situação de baixo crescimento e baixa produtividade, problemas institucionais e envelhecimento da população. De acordo com Quirico (2010), na década anterior à crise, a Itália tinha um crescimento e perspectivas de crescimento de longo prazo demasiadamente limitadas por conta de políticas de emprego baseadas na expansão da proporção de posições temporárias – o que reduzia os salários e os direitos trabalhistas -; baixos

³⁶ “Entre 1996 e 2006, a taxa média anual de crescimento da renda real disponível *per capita* na Irlanda foi de 9,1%, contra 4% na UE-15” (MALZUBRIS, 2008, p.3, tradução nossa).

investimentos e baixa formação de poupança por parte das famílias; cortes orçamentários e declínio da qualidade educacional; e altos custos em serviços de saúde. Antes da crise, enquanto os fluxos de capital eram constantes, estes problemas crônicos podiam ser ignorados. Com o contágio da crise nestas economias periféricas, tornaram-se necessárias medidas de assistência financeira e reformas estruturais, tanto individuais quanto do sistema da Zona do Euro como um todo.

As instituições financeiras italianas, por não possuírem grandes quantidades de ativos *subprime*, não sofrerão imediatamente com o início da crise de 2008. A própria crise bancária, resultante da contração de empréstimos interbancários e da desvalorização de ativos que atingiu os bancos de maior porte – por estarem ligados a Estados da Europa Central e Oriental com riscos de colapso -, foi evitada por medidas do próprio governo. Os problemas enfrentados pela economia italiana se deram, portanto, quando os bancos de pequeno e médio porte reduziram e dificultaram o fornecimento de crédito aos consumidores e estes foram dissuadidos de gastar. Com isso, reduziu-se o investimento em bens de capital e bens imobiliários, o que aumentou o desemprego. Além disso, essa desaceleração da atividade econômica reduziu a arrecadação de impostos, num período de aumento das despesas públicas para conter a crise, aumentando a proporção da dívida em relação ao PIB – como apresentado anteriormente no Gráfico 1 (QUIRICO, 2008).

Portugal

De todos os países analisados, Portugal foi o que menos sofreu com os impactos da crise, graças ao seu setor bancário nacional baseado nos aspectos de: limitada exposição a ativos “tóxicos”; ausência de uma bolha especulativa no setor imobiliário e pouca exposição a este mercado; modelo de negócios baseado na “banca de retalho”³⁷ (opondo-se à banca de investimentos); e um sistema de supervisão regulatório mais eficaz, se comparado aos outros (ARÊDE, 2012). Entretanto, Portugal se caracterizava por problemas de perda de competitividade, déficits orçamentais e da balança corrente e baixo crescimento econômico. No período anterior à crise, em 2003, Portugal já havia entrado em recessão, com uma queda de 0,9% do PIB (LOURTIE, 2011).

³⁷ Venda de produtos e serviços bancários clássicos e especializados.

Portugal passou a perder competitividade com a entrada de novos países da Europa Central e do Leste na União Europeia, que, com trabalhadores muito mais qualificados, menores custos de mão-de-obra e uma posição geográfica mais central em relação aos principais mercados europeus, atraíram boa parte dos investimentos externos diretos. Esse processo de perda de competitividade foi agravado pela entrada da China, Índia e outras economias emergentes no mercado global, dados seus baixos custos de produção em áreas intensivas em mão-de-obra, que eram a base da economia tradicional portuguesa (LOURTIE, 2011). Isso resultou no crescimento das importações que, juntamente com os rendimentos transferidos para o exterior, aumentaram o déficit na balança de pagamentos de 4% para mais de 12% do PIB entre 1996 e 2008 (ALMEIDA; CALDAS, 2014).

Por ter deficiências estruturais herdadas do passado e que prejudicavam sua competitividade (educação, P&D, dependência energética e burocracia excessiva), Portugal sofreu os impactos da crise com a contração do produto, aumento do desemprego, agravamento do déficit fiscal e a deterioração do saldo da balança de transações correntes e de capital (ARÊDE, 2012).

Capítulo III – A Atuação do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia

O Banco Central Europeu (BCE), banco central responsável pela moeda única da Zona do Euro, tem como objetivo primordial a manutenção da estabilidade dos preços, de acordo com o primeiro item do artigo 127 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. O mesmo artigo ainda trata das atribuições do BCE, sendo elas: “a definição e execução da política monetária da União; a realização de operações cambiais; a detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-Membros; a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos” (JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, 2016, p.104). Além disso, o BCE pode atuar na supervisão prudencial das instituições de crédito estabelecidas nos Estados-Membros participantes e na autorização da emissão de notas (JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, 2016, p.105).

Para sintetizar os principais objetivos do BCE no período, foram elaborados os quadros abaixo, levando em conta tais atribuições e os instrumentos utilizados pelo BCE para a realização de seus objetivos, conforme descritos nos relatórios anuais publicados pela própria instituição, no período compreendido entre 2010-2015, em que os efeitos da crise passaram a ser sentidos dentro da Zona do Euro. É possível perceber, no que diz respeito à crise, que, em 2010, as políticas adotadas tinham um direcionamento geral, focando na região europeia como um todo. A partir de 2011, quando Mario Draghi assume a presidência do BCE, são lançados programas de assistência financeira individual - sendo os primeiros deles destinados à Grécia, Irlanda e Portugal -, como uma medida conjunta entre esta organização, a Comissão Europeia e o Fundo Monetário Internacional – e que serão abordados detalhadamente no decorrer do capítulo.

Quadro 1 – Relatório Anual do BCE 2010

Objetivos	Instrumentos
Garantir o grau de credibilidade da política monetária do BCE por meio da contenção das pressões inflacionistas para além do curto prazo;	Manutenção da taxa aplicável às principais operações de refinanciamento em 1%.
Amenizar a preocupação dos mercados quanto à sustentabilidade das finanças públicas, especialmente na Grécia, com sinais de contágio em outros mercados de obrigações de dívida pública;	Manutenção do leilão de taxa fixa com colocação total nas operações de refinanciamento de prazo alargado regulares com prazo de 3 meses; nova operação de refinanciamento com prazo de 6 meses com colocação total; retomada das linhas de swap temporárias com o Sistema de Reserva Federal dos EUA; e lançamento do programa dos mercados de títulos de dívida para intervir nos mercados obrigacionistas, restabelecendo o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária.
Aumentar a resistência do setor financeiro.	Apoio total à aplicação gradual acordada do pacote de Basileia III; no âmbito do Conselho de Estabilidade Financeira, promoveu-se a concorrência internacional e condições de igualdade, além de minimização dos riscos de arbitragem regulatória.
Reforma do quadro de prevenção, gestão e resolução de crises.	Criação do Comitê Europeu do Risco Sistêmico (CERS) com funções de conduzir a supervisão macro prudencial na UE (identificar, avaliar e ordenar por grau de prioridade os riscos sistêmicos, além de emitir alertas e formular recomendações); publicação de um relatório sobre as lições retiradas da crise.

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

Com base na análise do relatório, identifica-se que, em 2010, no último ano em que Jean-Claude Trichet, alemão, ocupou a presidência do BCE, destaca-se a renovação do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) que contou com a criação do Comitê Econômico de

Risco Sistêmico (CERS), visando ampliar o sistema anteriormente formado pelas Autoridades Europeias de Supervisão e as autoridades nacionais de supervisão. Em consulta sobre a reforma regulamentar pós-crise,

o BCE sublinhou a necessidade de manter práticas de avaliação de risco sólidas para os ativos abrangidos pelo quadro de ativos de garantia do Euro-sistema, incluindo a possibilidade de os bancos centrais acederem a informação ao nível dos empréstimos sobre instrumentos financeiros estruturados (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2011, p.134).

O CERS deveria ficar responsável pela supervisão macro prudencial do sistema financeiro da União, de forma a evitar uma crise financeira generalizada, por meio da identificação de riscos e prioridades de ação, além da emissão de alertas e recomendações – públicas ou confidenciais. A partir de então, os Estados e autoridades de supervisão devem tomar as medidas recomendadas ou apresentar uma justificativa para omissão.

Em resposta à crise, foram utilizadas diversas medidas não convencionais de política monetária para amenizar a preocupação dos mercados quanto à sustentabilidade das finanças nacionais, como mostrado no quadro 1. Quanto ao enfrentamento específico da crise na Grécia, nesse ano, o BCE reafirmou a relevância de mecanismos de supervisão, apoiando a criação de um sistema estatístico grego e de uma autoridade estatística independente no país, para compilar de forma confiável dados a respeito dos déficits excessivos em que incorreram os diferentes ciclos políticos.

Em 2011, a pauta de supervisão volta a aparecer, agora com diversos Estados-membros abrindo consultas acerca de novas medidas de intervenção e resolução para instituições de crédito e financeiras com problemas de liquidez, buscando reforçar os poderes supervisão, incluindo a possibilidade de transferir ativos e passivos pra outra entidade (*bridge bank*).

Quadro 2 – Relatório Anual do BCE 2011

Objetivos	Instrumentos
Assegurar a manutenção da estabilidade de preços.	Aumento das taxas de juros diretas do BCE em 25 pontos base em duas ocasiões.
Conter as incertezas e pressões de desalavancagem sobre os bancos.	Redução das taxas de juros em 50 pontos base.
Atenuar os efeitos de pressões nos mercados financeiros sobre a oferta de crédito a famílias e empresas, assegurando que os bancos não se debatam com problemas de liquidez.	Reativação do programa dos mercados de títulos de dívida; lançamento de um segundo programa de aquisição de <i>covered bonds</i> (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público); cedência de liquidez em moeda estrangeira; manutenção do procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total; apoio ao crédito (operações de refinanciamento de prazo alargado, maior disponibilidade de ativos de garantia e redução para 1% do rácio de reserva).
Reestabelecer a estabilidade financeira da área do euro.	Reforço do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira; implementação do Mecanismo Europeu de Estabilidade; lançamento de medidas especiais à Grécia.
Assegurar um reforço duradouro do capital dos bancos da UE.	Reintrodução de regimes estatais de garantia de financiamento.
Reduzir a probabilidade e gravidade da instabilidade financeira e implementação de planos de resgate.	Apoio às novas normas internacionais adotadas pelo G20, concebidas para fazer face às externalidades negativas e ao risco moral colocados pelas instituições sistemicamente importantes a nível mundial.

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

As contínuas deteriorações das finanças públicas e o avanço da crise para a Itália e a Espanha - que até então atingia apenas a Grécia, Irlanda e Portugal de maneira mais severa – incentivaram novas medidas não convencionais de política monetária. Em especial, com a participação de FMI, foram lançados programas de assistência financeira com objetivo de consolidação orçamental para a Grécia, a Irlanda e Portugal. Na Grécia, as reformas estruturais

não foram inteiramente cumpridas e, juntamente com a instabilidade política, afetaram os resultados esperados pelo programa. Na Irlanda, foi criado o Conselho Consultivo Orçamental irlandês para analisar as despesas públicas e melhorar a eficiência do setor público, mostrando o cumprimento do governo irlandês com os objetivos do programa de estabilidade. Em Portugal as medidas foram ainda mais satisfatórias: o governo introduziu medidas compensatórias adicionais e foram realizadas transferências de fundos de pensões de bancos privados para o sistema de segurança social.

Essas ações são indicativas de uma mudança nos objetivos primordiais do BCE. No ano anterior, o BCE priorizou a garantia da credibilidade de sua política monetária por meio da manutenção da estabilidade de preços. A partir de 2011, quando o economista italiano Mario Draghi assume a presidência da instituição, os objetivos e as medidas adotadas em resposta à crise se alteram.

Quadro 3 – Relatório Anual do BCE 2012

Objetivos	Instrumentos
Evitar uma redução do crédito à economia real.	Participação dos bancos em operações de refinanciamento com colocação total.
Manter e aumentar a disponibilidade de ativos de garantia para as contrapartes.	Aceitação de determinados direitos de crédito adicionais como garantia; e alargamento dos critérios de elegibilidade de alguns tipos de instrumentos de dívida titularizada.
Evitar desenvolvimentos insustentáveis que coloquem em risco o bom funcionamento da União Monetária.	Coordenação de políticas econômicas, orçamentais e financeiras; assinatura do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Econômica e Monetária; estabelecimento de um Mecanismo Único de Supervisão (MUS) para bancos de importância sistêmica.
Salvaguardar o mecanismo de transmissão da política monetária e a unicidade da política monetária.	Anúncio da prontidão do Conselho do BCE para realizar transações monetárias definitivas se houver adesão dos governos aos seus compromissos.

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

Em 2012, diversas medidas foram utilizadas no sentido de melhorar as expectativas quanto à estabilidade financeira, em especial, a Comissão Europeia lançou a proposta relativa à criação do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), no qual o BCE deveria ficar responsável pelas políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito, sendo que essas atribuições devem ficar separadas das atribuições de política monetária que o BCE já detém. Ademais, para o BCE,

a supervisão supranacional independente pelo MUS ajudará a restabelecer a confiança no sector bancário, o que ajudará a inverter a fragmentação financeira, evitar a fuga dos depósitos bancários e contribuir para restabelecer um bom funcionamento do mercado interbancário (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2013, p. 128)

No que diz respeito aos países abrangidos pelos programas de assistência financeira, Irlanda e Portugal continuaram a apresentar um bom desempenho. Todavia, as perspectivas de sustentabilidade da dívida grega se deterioraram, sendo necessária a implementação de um segundo programa. Ao final do ano, os atrasos na implementação de reformas estruturais e orçamentais continuaram a deteriorar as expectativas quanto à recuperação da Grécia.

Quadro 4 – Relatório Anual do BCE 2013

Objetivos	Instrumentos
Ancorar as expectativas do mercado quanto às taxas de juros e assegurar uma trajetória compatível com as perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo.	Anúncio de que as taxas de juros diretas do BCE deveriam permanecer nos níveis baixos preexistentes, ou em níveis mais baixos, por um período alargado; cedência de liquidez aos bancos através de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total.
Atenuar a crise da dívida soberana.	Continuação da consolidação orçamental; redução dos desequilíbrios macroeconômicos, particularmente em países vulneráveis da área do euro.
Diminuir a liquidez excedentária do sistema bancário.	Opção de reembolso antecipado, em parte ou na totalidade, dos montantes tomados de empréstimo nas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA), conduzidas no final de 2011 e no início de 2012.
Melhoria dos bancos da área do euro.	Aumento de capital; reduções dos ativos ponderados pelo risco.
Reforço da resiliência do sistema financeiro na EU.	Implementação das novas normas internacionais relativas a capital e liquidez (Basileia III).

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

No início de 2013 entrou em vigor o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Econômica e Monetária, exigindo que os Estados signatários “transponham para a respetiva legislação nacional os princípios de orçamento equilibrado e aumentem o papel dos organismos independentes de acompanhamento em matéria orçamental” (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2014, p. 286).

Quanto à consolidação do orçamento de países atendidos pelos programas financeiros, Portugal atingiu taxas positivas de crescimento do PIB e do emprego e teve um balanço superavitário em conta corrente. A Grécia começou a apresentar sinais de recuperação, após um período de recessão e reformas no mercado de trabalho, entretanto, a qualidade de seus ativos voltou a se deteriorar. Enquanto a Irlanda teve seu programa concluído com êxito, um novo Estado passou a receber assistência: a Espanha. Para esta, o programa tem como objetivo “melhorar significativamente a situação e a estrutura de financiamento do setor bancário espanhol” (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2014, p. 74).

Quadro 5 – Relatório Anual do BCE 2014

Objetivos	Instrumentos
Incentivar o crescimento monetário, combater a contração do crédito e melhorar o funcionamento da transmissão de política monetária no conjunto da área do euro.	Redução das taxas de juros diretores para seu limite inferior efetivo e introdução de uma taxa de juros negativa aplicável à facilidade permanente de depósito; operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas.
Enfrentar a deterioração das perspectivas para a inflação.	Compras de instrumentos de dívida titularizados e de obrigações com ativos subjacentes (expansão monetária através da aquisição de ativos).
Melhorar a comunicação e aumentar a transparência.	Fornecimento de indicações sobre a orientação futura da política monetária (<i>forward guidance</i>); explicitação das contingências que levariam o conselho do BCE a atuar; confirmação do compromisso unânime assumido pelo Conselho de recorrer a instrumentos convencionais e não convencionais para lidar eficazmente com o risco de um período demasiado prolongado de inflação baixa.
Analisar a qualidade dos ativos bancários de maneira mais abrangente.	Entrada em funcionamento do MUS.

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

Em 2014, o MUS entrou em funcionamento, dois anos depois de sua proposta. Para complementá-lo, foi elaborado o acordo sobre o Mecanismo Único de Resolução (MUR), a fim de estabelecer um sistema eficaz para a reparação do sistema financeiro europeu. Para garantir seu pleno funcionamento e a implementação eficaz das medidas de política monetária, o BCE buscou ampliar e melhorar seus canais de comunicação, pois

se o público em geral e os mercados financeiros puderem compreender a forma como o BCE irá provavelmente responder a uma determinada situação, podem criar expectativas razoáveis quanto à política monetária no futuro. Isso permite que as alterações na política monetária se transmitam rapidamente às variáveis financeiras, as quais, por sua vez, podem abreviar o processo através do qual a política monetária é transmitida ao investimento e às decisões de consumo e acelerar quaisquer ajustamentos económicos necessários (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2015, p.111).

Nesse mesmo ano, os países da área do euro mostraram uma recuperação conjunta, com crescimento médio de 0,9%, primeiro resultado positivo no pós-crise. Os empréstimos concedidos pelos programas de assistência à Espanha, Grécia e Portugal foram concluídos, tanto no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEEF) quanto no âmbito do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF).³⁸ Entretanto, mesmo assim, permaneceram algumas incertezas quanto à sustentabilidade das dívidas soberanas.

Quadro 6 – Relatório Anual do BCE 2015

Objetivos	Instrumentos
Fortalecer a confiança.	Alargamento do programa de compra de ativos para ancorar as expectativas de inflação por meio do alargamento da lista de emittentes cujos títulos são elegíveis para compra; redução da taxa de juros da facilidade permanente de depósito (que já se encontrava nominalmente negativa).
Fazer face às ameaças à integridade da área do euro.	Cedência de liquidez ao sistema bancário grego em situação de emergência; acordo sobre um terceiro programa, entre a Grécia e os demais países.

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

Em 2015, surgiu a necessidade de um novo programa de assistência à Grécia, devido à incerteza quanto ao empenho do novo governo em cumprir o programa de ajustamento, que levou os bancos e o governo grego a terem seu acesso aos mercados internacionais. O Euro-sistema precisou ainda socorrer o sistema bancário da Grécia por meio da cedência de liquidez. Esses acontecimentos corroboraram a necessidade de conclusão da união bancária proposta pelo BCE e pela Comissão Europeia.

Por fim, a análise dos quadros permite atestar o compromisso do BCE com a supervisão dos assuntos monetários da Zona do Euro e a prioridade dada à função de manutenção da estabilidade dos preços (mantendo a taxa de inflação próxima ou abaixo de 2%), visando à garantia da credibilidade de sua política monetária. Quanto à atenuação da crise financeira

³⁸ O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) é uma instituição financeira criada pelos Estados-Membros da área do euro em 2012, como função de mecanismo de apoio financeiro a países com dificuldade de financiamento. O objetivo é garantir que essas dificuldades não tenham repercussões negativas e nem se propagem a outros Estados-membros. O Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), criado em 2010 pelos Estados-membros, é uma sociedade privada com objetivos semelhantes (CONSELHO EUROPEU, 2018).

européia, o BCE focou em amenizar as preocupações dos mercados quanto à sustentabilidade das finanças públicas, contendo as incertezas e fortalecendo a confiança. Percebe-se claramente que, ao tentar evitar desenvolvimentos insustentáveis nos países mais afetados pela crise, o BCE tem como objetivo primordial manter a estabilidade e o bom funcionamento da União Monetária como um todo, não atuando de maneira enfática e direta em preocupações de nível individual.

Todavia, a crise na Zona do Euro incentivou o estabelecimento de uma união bancária. Como descrito nos relatórios estudados, em 2014 o Mecanismo Único de Supervisão passou a desempenhar suas atividades, realizando avaliações regulares dos riscos emergentes e da capacidade de absorção de choques do sistema financeiro. Também foi instalado um Mecanismo Único de Resolução que, de acordo com o Secretariado-Geral do Conselho (2017), é destinado a “impedir a propagação das crises a Estados-Membros não participantes, facilitando assim o funcionamento do mercado interno [...] e eliminar o risco da tomada de decisões separadas e potencialmente contraditórias por parte dos Estados-Membros em relação à resolução de grupos bancários transfronteiriços, que possam afetar os custos globais da resolução”. Ambos os mecanismos contribuíram para “i) enfraquecer a ligação entre bancos e a dívida soberana; ii) reduzir a assunção de riscos e reforçar a resistência; e iii) acabar com o problema *too big to fail*” (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2016), oferecendo mais garantias contra crises futuras. Entretanto, a conclusão da união bancária ainda depende da criação de um sistema europeu de seguro de depósitos capaz de oferecer uma cobertura sólida e uniforme para, dessa forma, aumentar a confiança dos depositantes e garantir a estabilidade financeira da Zona do Euro – um dos objetivos primordiais do BCE.

Como apresentado na análise dos relatórios anuais do BCE, para que países europeus com economias em crise – especificamente Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal – pudessem enfrentar o contexto de recessão e realizar os necessários ajustes estruturais foi necessária a implementação de programas de assistência financeira específicos pela Comissão Europeia, juntamente com o FMI e o BCE. O FMI, concebido em 1944 na Conferência das Nações Unidas de Bretton Woods, descreve-se como “uma organização composta por 189 países, trabalha para promover a cooperação monetária global, garantir a estabilidade financeira, facilitar o comércio internacional, promover altos níveis de emprego e o crescimento econômico sustentável e reduzir a pobreza em todo o mundo” (2017).

A União Europeia (2017) tem como órgão executivo a Comissão Europeia, sendo esta responsável pela elaboração de propostas de novos atos legislativos europeus e pela execução

das decisões do Parlamento Europeu e do Conselho da UE. A Comissão deve proteger os interesses da UE e dos seus cidadãos em questões que podem ser tratadas com maior eficácia ao nível europeu do que ao nível nacional.

O programa de assistência financeira à Espanha emprestou cerca de 39 bilhões de euros para a recapitalização bancária e 2,5 bilhões de euros para capitalizar a Sareb – empresa de gestão de ativos espanhola. Trimestralmente, a Comissão Europeia e o BCE, juntamente com a Autoridade Bancária Europeia, verificaram o cumprimento das condicionalidades associadas à assistência, sendo elas, segundo a Comissão Europeia (2017), “um diagnóstico abrangente no que se refere às necessidades de capital de bancos individuais, com base em um processo de revisão e avaliação de qualidade de ativos, bem como testes de estresse bancário por banco; a segregação dos ativos depreciados do balanço dos bancos que receberam apoio público e sua transferência para uma empresa externa de gerenciamento de ativos (Sareb); e a recapitalização e reestruturação de bancos viáveis e uma resolução ordenada de bancos não viáveis, com a partilha de encargos do setor privado como pré-requisito”. Além disso, a Espanha se comprometeu em fortalecer os quadros de regulação, supervisão e resolução bancária e melhorar a estrutura de governança dos bancos comerciais e a legislação de proteção ao consumidor em relação à venda de instrumentos de dívida subordinada.

A Grécia, cujo histórico é de um crescimento assentado em bases insustentáveis aliado a desequilíbrios externos, teve sua situação fiscal ainda mais deteriorada com a crise de 2008, graças ao aumento das despesas e redução das receitas do governo, e, em 2010, com o novo agravamento das condições de mercado, o país se obrigou a solicitar assistência financeira dos Estados-Membros da área do euro e auxílio do FMI.

“[o crescimento do PIB a taxas de 4% a.a. entre 2000 e 2009] refletiu um boom da demanda doméstica, em particular no consumo e no investimento imobiliário. Aumentos elevados dos salários reais, crescimento rápido do crédito - apoiado pela liberalização do setor financeiro e baixas taxas de juros reais associadas à adoção do euro - e uma política fiscal fraca contribuíram para o crescimento dinâmico. [...] O crescimento real dos salários superou consistentemente os ganhos de produtividade na última década, refletindo em parte os *spillovers* de altos aumentos salariais públicos. O aumento resultante dos custos unitários da mão-de-obra prejudicou a competitividade externa.” (DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS, 2010, p. 3, tradução nossa)

O primeiro programa de assistência financeira lançado pela associação entre o BCE, a Comissão Europeia e o FMI teve como objetivos de curto-prazo o reestabelecimento da confiança e a manutenção da estabilidade financeira. Para isso, “a consolidação deveria basear-

se em medidas que gerassem economias nas despesas do setor público e melhorassem a capacidade de aumento de receita do governo” (Id. Ibid., p.10, tradução nossa), além de reformas estruturais e combate à corrupção. Também é abordada a melhoria nas condições de liquidez do sistema bancário grego, que teve seu acesso aos principais mercados monetários internacionais restrito e tem se financiado quase que exclusivamente por meio de operações de crédito do Euro-sistema. Nesse contexto, o programa busca evitar saídas de depósitos e monitorar a qualidade dos ativos. No médio-prazo, o objetivo é de “melhorar a competitividade e alterar a estrutura da economia em direção a um modelo de crescimento baseado em investimento e exportação” (Id. Ibid., tradução nossa), incluindo mais eficiência e flexibilidade no trabalho e uma redução na participação do Estado nas indústrias domésticas.

Foram concedidos cerca de 80 bilhões de euros em empréstimos: 10 bilhões destinados ao Fundo de Estabilização Financeira e o restante destinado às necessidades de financiamento do setor público grego. De acordo com o relatório, a necessidade de financiamento bruto no período entre maio de 2010 e junho de 2013 seria de 193 bilhões de euros, isto é, o financiamento conjunto das instituições da Zona do Euro e do FMI cobririam 57% desta.

Em 2012, apesar de registrada uma redução no déficit público grego, os demais objetivos do primeiro programa obtiveram progressos insuficientes por diversos fatores (instabilidade política, agitação social, problemas de capacidade administrativa e uma recessão pior do que a prevista). O segundo programa, além de reafirmar os objetivos do primeiro, dá mais atenção à implementação das reformas estruturais, em detrimento de um ajuste fiscal e processo de privatização mais lento e gradual.

Neste segundo programa, os países europeus – por meio do Fundo de Estabilidade Financeira Europeu - e o FMI se comprometeram a emprestar mais de 130 bilhões de euros no período de 2012-2014, além dos empréstimos já acordados pelo segundo programa. Entretanto, atenta-se ao fato de que o sucesso do programa e a continuidade da assistência financeira depende da melhor implementação de medidas estruturais que “terá que superar os atrasos burocráticos, a resistência dos lobbies e os tabus políticos de longa data” (DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS, 2012, p. 4, tradução nossa).

Com a expiração do segundo programa, o Fundo de Estabilidade Financeira Europeu emprestou mais 7 bilhões de euros para atender às necessidades de financiamento até o lançamento do programa do Mecanismo Europeu de Estabilidade. Neste terceiro programa, a

liberação dos fundos por esse Mecanismo está ligada ao progresso na implementação das políticas acordadas. Inicialmente, em agosto de 2015, foram desembolsados 13 bilhões de euros. Com o cumprimento das políticas que buscam restabelecer a sustentabilidade fiscal, o crescimento, a competitividade, o investimento e uma administração estatal moderna, mais euros foram sendo emprestados.

A Irlanda, no período de 2011 até o final de 2013, também se beneficiou de um programa de assistência financeira, cujos objetivos eram fortalecimento e revisão do setor bancário, ajuste fiscal para corrigir o déficit excessivo e reformas no mercado de trabalho para impulsionar o crescimento sustentável do país. Em dezembro de 2013, a Irlanda cumpriu com grande parte das condicionalidades propostas e, então, concluiu o programa de assistência financeira UE-FMI, reestabelecendo a confiança dos investidores. Nos três anos do programa foi emprestado um total de 85 bilhões de euros, advindos do Fundo de Estabilidade Financeira Europeu, do Mecanismo Europeu de Estabilidade, do FMI, de contribuições bilaterais e até mesmo do próprio Tesouro irlandês e de investimentos do fundo de reserva de aposentadoria.

Alguns meses depois, em junho de 2014, Portugal, que também solicitou assistência financeira junto à Comissão Europeia, ao BCE e ao FMI, encerrou seu programa que foi implementado em maio de 2011 e que inclui empréstimos de aproximadamente 78 bilhões de euros. Dentre os objetivos do programa pode-se citar o impulsionamento do crescimento potencial, a criação de empregos e a melhoria na competitividade. Para isso foram realizadas reformas estruturais, incluindo uma melhora nos instrumentos de controle fiscal sobre parcerias público-privadas para reduzir o déficit. Também foi adotada uma estratégia para evitar a desalavancagem desordenada do setor financeiro através de mecanismos de mercado e instalações de *backstop*³⁹ (European Commission, 2017).

³⁹ “Um backstop é o ato de fornecer apoio ou segurança de último recurso em uma oferta de valores mobiliários para a parcela não subscrita de ações. Uma empresa tenta aumentar o capital através de uma emissão e, para garantir o valor recebido através da emissão, recebe um backstop de um subscritor ou principal acionista para comprar qualquer uma das ações não subscritas.” (INVESTOPEDIA, 2017)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante dos processos de liberalização e desregulamentação, o setor financeiro adquiriu características de alta volatilidade e instabilidade, dada a possibilidade de livre mobilidade de capitais e a maior integração entre os mercados financeiros de diferentes Estados. Ademais, os agentes passaram a investir em operações puramente especulativas, isto é, visando operações de revalorização no curto prazo. Somando-se isso ao acesso facilitado ao fornecimento de crédito e expectativas otimistas quanto ao futuro, cria-se uma bolha especulativa, na qual os agentes reduzem suas margens de segurança e passam a adotar posturas financeiras cada vez mais sensíveis a choques externos. Como tratado no primeiro capítulo, o próprio surgimento de uma inovação financeira – como no caso de hipotecas *subprime* – pode dar início a uma bolha especulativa.

Quando há uma mudança nas expectativas, portanto, inicia-se uma venda massiva de ativos, que reduz drasticamente o preço destes. Considerando que, durante períodos de euforia, grande parte dos investidores se tornam dependentes de empréstimos e, ainda, da renovação de seus financiamentos, com o processo de deflação de ativos, as expectativas de quitação de dívidas também se alteram, e os bancos respondem reduzindo a oferta de crédito.

A crise que se iniciou nos Estados Unidos e surtiu efeitos em praticamente todo o Sistema Financeiro Internacional teve impactos assimétricos entre os países da Zona do Euro. Com a crise de 2008 e, conseqüentemente, o impedimento da rolagem de suas dívidas, os PIIGS – Estados com dívidas públicas insustentáveis, falta de competitividade e/ou práticas irresponsáveis no setor financeiro - se viram obrigados a adotar alguma estratégia de ajuste externo, visando ao reestabelecimento da confiança de seus credores. Impossibilitados de recorrer a novos endividamentos externos, devido à falta de liquidez no Sistema Financeiro Internacional, ou a políticas de desvalorização cambial, dado que as operações de intervenção cambial são efetuadas exclusivamente por meio das reservas externas detidas pelo BCE (SCHELLER, 2004), a alternativa imposta pela *Troika* – BCE, FMI e Comissão Europeia – foi a de implementação de medidas de austeridade como condição para a concessão de empréstimos pelas organizações.

Entretanto, essas medidas de austeridade não tiveram os impactos desejados na redução da dívida. De acordo com dados do Trading Economics, no final de 2017, a Grécia manteve um déficit de 178,60% em relação ao seu PIB, seguida pela Itália (131,80%), Portugal (125,70%) e Espanha (98,30%). Apenas a Irlanda conseguiu reduzir significativamente seu déficit para 68% (ver gráfico 1). Todavia, como tratado no segundo capítulo, sua recuperação foi fortemente impulsionada pela exportação de produtos de alta tecnologia.

Além disso, os países que receberam os programas de assistência financeira e, conseqüentemente, implementaram as medidas impostas pela *Troika*, tiveram um aumento em suas taxas de desemprego gerando, dessa forma, uma contínua insatisfação social. De acordo com o World Bank, a Espanha, que antes da crise tinha uma taxa de desemprego de 8,23%, chegou a alcançar os 26,09% em 2013 e, em 2016, o desemprego ainda se mantinha elevado (19,63%). A Grécia passou de 8,4% no pré-crise para 23,54% em 2016 – chegando a 27,47% em 2013. Portugal passou de 7,96% para 11,07% em 2016 – chegando a 16,18% em 2013. A Irlanda, novamente, se mostra uma exceção e, graças a sua recuperação, em 2016 já apresentava uma taxa de desemprego de 7,89%.

Para Varoufakis (2012), a austeridade é eficaz na redução da dívida apenas em momentos nos quais a economia global, e especialmente os parceiros comerciais do país em questão, está em crescimento, e assim o emprego é capaz de se deslocar para o setor privado ao mesmo tempo em que a demanda privada se mantém, ou em momentos nos quais coincide a criação de bolhas no setor privado interno (ex.: mercado imobiliário; finanças). No período pós-crise *subprime*, nenhuma dessas condições eram satisfeitas dentro das economias europeias, caracterizando o que o autor classifica como “austeridade *Ponzi*”: reduções nos serviços públicos e aumento dos impostos, aliados a um novo mecanismo de refinanciamento e a criação de novas dívidas insustentáveis.

Antes da crise de 2008, a União Europeia era desprovida de qualquer instrumento de resgate e prevenção contra a propagação de crises, ou seja, não estavam previstas medidas de emergência para os Estados em risco de insolvência devido ao endividamento excessivo ou sequer mecanismo de estabilização do setor financeiro (BREUSS, 2016). Diante da necessidade de uma melhor regulamentação e supervisão do setor financeiro dentro do bloco, foi implementado o projeto de união bancária nos anos que se seguiram à crise.

Ou seja, a criação de uma união bancária surgiu da necessidade de reestabelecer a confiança dos investidores e implementar medidas que busquem aumentar a estabilidade financeira, visando a evitar e amenizar os efeitos de uma crise futura, considerando-se a interdependência existente entre os bancos e os governos nacionais e entre os setores financeiros intra-bloco. No capítulo 3, é discutida a criação do Mecanismo Único de Supervisão e do Mecanismo Único de Resolução – partes integrantes da união bancária. O primeiro, órgão supranacional da EU de supervisão de bancos, tem como objetivo “garantir a solidez do setor financeiro da Europa, através de controlos regulares e exaustivos da saúde dos bancos com base em regras iguais para todos os países da UE” (CONSELHO EUROPEU, 2018:2); enquanto o segundo tem como objetivo “a resolução eficaz e eficiente de instituições financeiras não viáveis” (CONSELHO EUROPEU, 2018:2), além de contar com um Fundo Único de Resolução inteiramente financiado pelo setor bancário europeu.

Desse modo, não obstante a ineficácia e os efeitos insatisfatórios das medidas de austeridade, a União Europeia, em especial o BCE e a Comissão Europeia, em resposta à experiência pós-crise de 2008, introduziu novos instrumentos que permitem a supervisão e, se necessária, a liquidação eficaz do setor bancário europeu, buscando, assim, evitar a implementação de medidas emergenciais de socorro e a consequente acumulação de dívidas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABOLAFIA, Mitchel Y.; KILDUFF, Martin. Enacting Market Crisis: The Social Construction of a Speculative Bubble. **Administrative Science Quarterly**. Ithaca, p. 177-193. jun. 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2393054?newaccount=true&read-now=1&seq=7#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 30 abr. 2018.

ALMEIDA, João Ramos de; CALDAS, José Castro. **Quanto é que os salários teriam de descer para tornar a economia portuguesa competitiva?** Coimbra: Universidade de Coimbra, 2014. Disponível em: <http://www.ces.uc.pt/observatorios/crisalt/documentos/cadernos/CadernoObserv_I_mar2014.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

ANDAKU, Cesar Augusto; BUENO, Fabio Marvulle. Capital Fictício em duas interpretações do capitalismo contemporâneo. In: COLÓQUIO INTERNACIONAL MARX E ENGELS, 6., 2009, Campinas. **Economia e política no capitalismo contemporâneo**. Campinas: Cemarx, 2009. p. 1 - 9. Disponível em: <<http://marxismo21.org/wp-content/uploads/6coloquio/GT4 - ECONOMIA E POL%TICA NO CAPITALISMO CONTEMPOR%NEO/Mesa 1 - Temas de Economia Pol%tica Marxista/Capital fict%ocio em duas interpreta%%oes do capitalismo conte.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2017.

ARÊDE, Pedro. Portugal e Irlanda: o impacto da crise financeira internacional sobre a competitividade. **Janus Anuário**, Lisboa, p.144-145, jan. 2012. Disponível em: <http://janusonline.pt/arquivo/popups2011_2012/2011_2012_3_3_3.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

ARESTIS, Philip. **A Tragédia Grega e a Crise da Zona do Euro**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2010**. Frankfurt am Main: 2011.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2011**. Frankfurt am Main: 2012.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2012**. Frankfurt am Main: 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2013**. Frankfurt am Main: 2014.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2014**. Frankfurt am Main: 2015.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Relatório Anual 2015**. Frankfurt am Main: 2016.

BANCO DO BRASIL. **Acordo de Basileia**. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/page51,136,3696,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=7724>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BLIKSTAD, Nicholas Magnus Deleuse; OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana**. 2015. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_I/i7-50f753ce7889d04f4ed6c4a9bb94bd15.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2018.

BLIKSTAD, Nicholas; OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **The PIIGS crisis in the context of the European Monetary Union**. 2017. Disponível em: <<https://associacaokeynesianabrasileira.files.wordpress.com/2017/08/a82c5631938c4fcbb6701.pdf>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

BLINDER, Alan S. **After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Reponse, and the Work Ahead**. New York: The Penguin Press, 2013.

BLYTH, Mark. **Austerity: the history of a dangerous idea**. USA: Oxford University Press, 2013.

BORDO, Michael; EICHENGREEN, Barry. **Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?** New York: Brookings Trade Policy Forum, 1999. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/publications/confs/1999/pdf/bordo-eichengreen.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

BREUSS, Fritz. The Crisis in Retrospect: Causes, Effects and Policy Responses. In: BADINGER, Harald; NITSCH, Volker. **Routledge Handbook of the Economics of European Integration**. London And New York: Routledge, 2016. p. 331-350.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. **Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy**. Edward Elgar: Aldershot, 1992.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. Resenha bibliográfica: Stabilizing an Unstable Economy. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, p. 257-263. abr. 1987.

CARDOSO, Dante de Souza. **A austeridade deu certo? Uma análise comparativa entre ações de política econômica na Grécia e na Irlanda no pós-crise financeira de 2008**. 2018. 208 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2018.

CASELANI, César Nazareno. A irracionalidade das bolhas. **RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 3, p.25-29, ago. 2003. Disponível em: <[file:///C:/Users/Vanessa/Downloads/34947-67483-1-PB \(1\).pdf](file:///C:/Users/Vanessa/Downloads/34947-67483-1-PB%20(1).pdf)>. Acesso em: 30 abr. 2018.

CASSIDY, John. **How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities**. New York: Farrar, Straus And Giroux, 2009.

CECHIN, Alícia; MONTOYA, Marco Antonio. Origem, causas e impactos da crise financeira de 2008. **Teoria e Evidência Econômica**, Passo Fundo, v. 1, n. 48, p.150-171, jan. 2017. Disponível em: <<http://seer.upf.br/index.php/rtee/article/viewFile/7363/4334>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

CÉZAR, Caio. **A Crise Imobiliária dos EUA**. 2008. Disponível em: <<https://www.webartigos.com/artigos/a-crise-imobiliaria-dos-eua/4360>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

CFA INSTITUTE. **The Greek Financial Crisis (2009–2016)**. Disponível em: <<https://www.econcrises.org/2017/07/20/the-greek-financial-crisis-2009-2016/>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

CHESNAIS, François. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. Traduzido do francês por Catherine Marie Mathieu. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 1, n. 5, p.1-31, dez. 1995.

CONSELHO EUROPEU. **Assistência financeira aos Estados-Membros da área do euro**. Disponível em: <<http://www.consilium.europa.eu/pt/policies/financial-assistance-eurozone-members/>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

CONSELHO EUROPEU. **União Bancária**. Disponível em: <<http://www.consilium.europa.eu/pt/policies/banking-union/>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Crescimento da Dívida Pública dos PIIGS Europeus e Movimentos Especulativos**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

DAVIDSON, Paul. **Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century**. Usa: Edward Elgar Publishing Limited, 2011.

DEOS, Simone. **A Contemporaneidade de Minsky**. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

DINIZ, André Sander; JAYME JUNIOR, Frederico G. Competitividade e restrição externa na Zona do Euro. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, v. 33, n. 1, p.17-40, jan. 2013. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v33n1/a02v33n1.pdf>>. Acesso em: 28 maio 2017.

DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS. **The Economic Adjustment Programme for Greece**. Brussels: European Commission, 2010. Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf>. Acesso em: 29 out. 2017.

DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS. **The Second Economic Adjustment Programme for Greece**. Brussels: European Commission, 2012. Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf>. Acesso em: 29 out. 2017.

DORNBUSCH, Rudiger; PARK, Yung Chul; CLAESSENS, Stijn. Contagion: understanding why it spreads. **The World Bank Research Observer**, Oxford, v. 15, n. 2, p.177-197, 2000. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/769291468180276956/pdf/766460JRN0WBRO00Box374385B00PUBLIC0.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

EUROPEAN COMMISSION. **Financial assistance to Ireland**. Disponível em: <<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy->

coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-ireland_en>. Acesso em: 29 out. 2017.

EUROPEAN COMMISSION. **Financial assistance to Portugal**. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-portugal_en>. Acesso em: 29 out. 2017.

EUROPENA COMMISSION. **Financial assistance to Spain**. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-spain_en>. Acesso em: 29 out. 2017.

EUROPEAN UNION. **Financial Assistance Facility Agreement**. Athens and Luxembourg, 19 ago. 2015. Disponível em: <<https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2015-08-19gr-esm-ffa.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2017.

FARHI, Maryse. **Double dip: A recuperação econômica**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

FARLEX INTERNATIONAL. **The Farlex Financial Dictionary: Business and Investing Terms Explained**. Parteen: Createspace Independent Publishing Platform, 2009.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A Crise Financeira Internacional: Origens, Desdobramentos e Perspectivas**. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

FISCHER, Irving. **Booms and Depressions**. New York: Adelphi Company, 1932.

FUENTES, Carlos J. Rodríguez; SILVA, Fernanda Faria. **Menos "Arquitetura" Financeira e mais Banco "Funcional"**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. New York: Springer-verlag New York, 2012.

GALBRAITH, John Kenneth. **Uma Breve História da Euforia Financeira**. São Paulo: Thomson Pioneira, 1992.

GONÇALVES, Reinaldo et al. **A Nova Economia Internacional: uma Perspectiva Brasileira**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

HENRIQUES, Anna Beatriz Leite, Cristina Carvalho Pacheco, Alexandre César Cunha Leite, and Marcelo de Almeida Medeiros. **Democracia E União Europeia: A Resposta à Crise Da Zona Do Euro E O Déficit Democrático (2008 a 2014)**. Universidade Estadual da Paraíba, 2016.

International Monetary Fund. **About the IMF**. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/About>>. Acesso em: 29 out. 2017.

INVESTOPEDIA. **Backstop**. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/b/backstop.asp>>. Acesso em: 29 out. 2017.

JAMES, Harold. **The Creation and the Destruction of Value**. Cambridge: Harvard University Press, 2009.

KEYNES, John M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Rio de Janeiro: Atlas, 1992.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, Pênicos e Crises**. Traduzido do inglês por Eduardo Kraszczuk. São Paulo: Saraiva, 2013.

KNOOP, Todd A. **Modern financial macroeconomics: panics, crashes and crises**. NY: Wiley-Blacwell, 2ª ed., 2012.

KRUGMAN, Paul. **The return of depression economics and the crisis of 2008**. New York: W. W. Norton & Company, 2009.

KRUGMAN, Paul. **Europe's austerity madness**. New York Times, 28, A35, 2012.

LANDLER, Mark; STOLBERG, Sheryl Gay. **Bush can share the blame for financial crisis**. 2008. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2008/09/20/business/worldbusiness/20iht-prexy.4.16321064.html>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

LEWIS, Michael. **Bumerangue: uma Viagem pela Economia do Novo Terceiro Mundo**. Rio de Janeiro: Sextante, 2011.

MALZUBRIS, Jānis. Ireland's housing market: bubble trouble. **ECFIN Country Focus**, Bruxelas, v. 5, n. 9, p.1-7, set. 2008. Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication13187_en.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

LOURTIE, Pedro. Portugal no contexto da crise do euro. **Relações Internacionais**, Lisboa, n. 32, p. 061-105, dez. 2011. Disponível em <http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-91992011000400005&lng=pt&nrm=iso>. acessos em 09 maio 2018.

MARX, Karl. **O capital**. São Paulo: Veneta, 2014.

MCDONALD, Lawrence G.; ROBINSON, Patrick. **A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers**. Danvers: Crown Publishing Group, 2010.

MINSKY, Hyman P.. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2013.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Crise e Deflação de Ativos: por quê?** 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

MONTEIRO, Marcelo Balloti, and Carlos Eduardo Carvalho. **A Ausência De Unidade Fiscal na União Monetária Europeia e a Crise Financeira Internacional (2007-2010)**. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2011.

MUNIZ, André Luiz Pires. Notas sobre a Evolução das Inovações Financeiras e sua Relação com a Instabilidade do Sistema Econômico. **Revista CEPPG**, Catalão, v. 1, n. 23, p.104-118, jun. 2010. Disponível em: <http://www.portalcatalao.com/painel_clientes/cesuc/painel/arquivos/upload/temp/4320e6da32ac9b5cbd548989aa7e97e2.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

NASDAQ. **Economic Bubble**. Disponível em: <<https://www.nasdaq.com/investing/glossary/e/economic-bubble>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

NOUSIOS, Petros; OVERBEEK, Henk; TSOLAKIS, Andreas. **Globalisation and European Integration**. Boca Raton: Taylor & Francis Usa, 2011.

OLIVEIRA, Giuliano Contento; DEOS, Simone da Silva de; WOLF, Paulo José Withtaker. Integração Regional e Convergência Econômica Real: Lições da Experiência Europeia. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 1, n. 61, p.7-40, mar. 2014.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; WOLF, Paulo José Whittaker. The euro and the recent European crisis vis-à-vis the gold standard and the great depression: institutionalities, specificities and interfaces. **Revista de Economia Política**, São Paulo , v. 37, n. 1, p. 147-166, Mar. 2017. Available from

<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572017000100147&lng=en&nrm=iso>. Access on 06 June 2018. <http://dx.doi.org/10.1590/0101-31572016v37n01a08>.

OREIRO, José Luis. **A Crise na Europa e os Dilemas da Espanha**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

ORTEGA, Eloísa; PEÑALOSA, Juan. **The Spanish Economic Crisis: Key Factors and Growth Challenges in the Euro Area**. Madrid: Banco de España, 2012. Disponível em: <<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasiones/12/Fich/do1201e.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall. Prefácio. In: MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2013.

PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI FILHO, Fernando. **Tempos Keynesianos**. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

QUIRICO, Roberto di. Italy and the Global Economic Crisis. **Bulletin of Italian Politics**, Glasgow, v. 2, n. 2, p.3-19, jan. 2010. Disponível em: <https://www.gla.ac.uk/media/media_191024_en.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. **Oito séculos de delírio financeiro: desta vez é diferente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

RIBEIRO, Maria Margareth Matos. **Desregulamentação Financeira após a Queda do Sistema Bretton Woods**. 2010. 85 f. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2010. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/ri/bitstream/ri/10051/1/MARIA_MARGARETH_MATOS_RIBEIRO.pdf>. Acesso em: 12 fev. 2018.

ROQUE, Leandro. Explicando a Recessão Europeia. Disponível em: <<https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1514>>. Acesso em: 01 dez. 2017.

RYBACK, William. **Case Study on Bear Stearns**. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/02BearStearnsCaseStudy.pdf>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

SANTANA, José Ricardo de. **Três Ensaios sobre Liberalização Financeira, Movimento de Capitais e Crescimento Econômico**. 2004. 105 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004. Disponível em:

<<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1766/JoseRicardodeSantana2004.pdf?sequence=3&isAllowed=y>>. Acesso em: 12 fev. 2018.

SHELLER, Hanspeter K. **O Banco Central Europeu**. Frankfurt: Banco Central Europeu, 2004. Disponível em: <<https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bcehist04-pt.pdf>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

Secretariado-Geral do Conselho. **Mecanismo Único de Resolução**. Disponível em: <<http://www.consilium.europa.eu/pt/policies/banking-union/single-resolution-mechanism/>>. Acesso em: 29 out. 2017.

Secretariado-Geral do Conselho. **Novas medidas na união bancária: redução dos riscos e proteção dos depósitos**. Disponível em: <<http://www.consilium.europa.eu/pt/policies/banking-union/risk-reduction-european-deposit-insurance-scheme/>>. Acesso em: 29 out. 2017.

SHILLER, Robert J. **Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion**. New Haven: Cowles Foundation for Research in Economics, 2001. Disponível em: <<http://www.turtletrader.com/pdfs/shiller.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

SILVA, Lauro Emilio Gonzalez da. **Crises financeiras recentes e poupança externa**. 2007. 142 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1781/LauroEmilioGdaSilva07052007.pdf?sequence=3>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

SINN, Hans-werner. **The Euro Trap**. Oxford: Oxford University Press, 2014.

SORKIN, Andrew Ross. **Too Big to Fail**. New York: Viking Press, 2009.

TRATADO sobre o Funcionamento da União Europeia. 2007. In: **JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA**. Luxemburgo, 7 jun. 2016. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_c_2016_202_full_pt_txt.pdf>. Acesso em: 29 out. 2017.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 34, n. 3, p.433-450, set. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v34n3/v34n3a05.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.

União Europeia. **Comissão Europeia**. Disponível em: <https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-commission_pt>. Acesso em: 29 out. 2017.

UNITED STATES COURTS. **Chapter 11 - Bankruptcy Basics**. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

VAROUFAKIS, Yanis. **From Ponzi Growth to Ponzi Austerity**. 2012. Disponível em: <<https://www.yanisvaroufakis.eu/2012/05/31/from-ponzi-growth-to-ponzi-austerity/>>. Acesso em: 4 jun. 2018.

VASCONCELOS, Daniel de Santana. **Regulação Bancária, Liquidez e Crise Financeira: Uma Análise da Proposta de Regulação de Liquidez em Basileia III**. 2014. 280 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/Daniel__Santana_Vasconcelos.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

VASCONCELOS, Marcos Roberto; STRACHMAN, Eduardo; FUCIDJI, José Ricardo. Liberalização e desregulamentação bancária: motivações, consequências e adaptações. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 1, n. 13, p.101-140, jan. 2003. Disponível em: <<http://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/411/412>>. Acesso em: 10 nov. 2017.