

A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana

The Eurozone financial instability and the PIIGS crisis (2008-2013): a minskian approach

ÁREA 7: ECONOMIA INTERNACIONAL

Nicholas Magnus Deleuse Blikstad¹
Giuliano Contento de Oliveira²

Resumo

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

Palavras-chave: Minsky; instabilidade financeira; crise; Euro.

Abstract

The financial instability in the Eurozone triggered beside since September 2008 with the eclosion of crisis in the USA, as well as the crisis of the PIIGS sovereign bonds (Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spanish) since 2010, shows the capacity disruptive of the combination between deregulated and liberalized finances and the rigid institutional framework of the euro. Although this institutionality enabled the growth of the Eurozone peripheral economies in boom context, the deficiencies of the monetary unification project become clear when the expectations changed. In this sense, this paper discusses the Eurozone financial instability, especially the sovereign bond crisis of PIIGS, since of the Minskyan approach. The paper describes the principals' features of the PIIGS financial structure distress, as well as the Eurozone financial system behavior and the EuroSystem role in the crisis accommodation. The paper sustains that is possible understand the PIIGS financial crisis by Minskyan approach and that the euro institutionality deficiencies, especially with regard to the loss of monetary sovereignty of the national economies, difficulties the feasibility of the financial stability in Eurozone economies more affected by the crisis.

Keywords: Minsky; financial instability; crisis; Euro.

JEL Classification: F3, F5, E5.

¹ Doutorando em Economia no IE/Unicamp.

² Professor do Instituto de economia da Unicamp.

1 Introdução

A crise dos títulos soberanos dos PIIGS, traduzida pelo aumento do *spread* dos títulos públicos em relação aos títulos alemães, a partir do início de 2010, evidenciou grandes deficiências institucionais da forma de constituição e de condução da política monetária na zona do euro.

Embasada no chamado Novo Consenso Macroeconômico, a política monetária do bloco da moeda única passou a ser orientada, exclusivamente, para viabilizar um nível de preços baixo e estável. De acordo com esse referencial teórico, alcançado este objetivo, estaria garantida a estabilidade financeira. Somado a isso, o BCE é proibido de comprar de títulos públicos, mesmo nos mercados secundários, realizando as operações de mercado aberto via operações compromissadas. Esta última característica foi essencial para a eclosão da crise, pois impossibilitou a autoridade monetária de garantir os preços desses títulos no momento de incerteza em relação aos seus valores.

O objetivo geral do artigo consiste em discutir a instabilidade financeira da Eurozona, com destaque à crise dos títulos soberanos dos PIIGS, a partir da abordagem minskiana – no sentido de que o contexto de expectativas otimistas enseja a assunção de posturas financeiras crescentemente arrojadas por parte dos atores econômicos, implicando um processo de fragilização da estrutura financeira subjacente às economias capitalistas, explicitando-se no momento de reversão das expectativas. Suplementarmente, são discutidos os problemas institucionais da autoridade monetária que concorreram para dificultar a viabilização da estabilidade financeira na região. No interior da análise, discorre-se sobre a mudança da forma de intervenção do Banco Central Europeu ao longo da crise, visando manter a estabilidade financeira, a despeito de sempre justificar suas ações alegando o objetivo supremo de manter a inflação baixa e estável. Discorre-se, ainda, sobre a insuficiência da proposta da Comissão Europeia de União Bancária para o bloco, que visa minimizar as possibilidades de uma crise financeira no continente, assim como combater-las mais eficientemente, ante a ausência de um prestador de última instância.

O artigo está dividido em três seções, incluindo esta introdução e a conclusão. Inicialmente, discute-se a Teoria da Instabilidade Financeira de Minsky (1982; 1986), evidenciando a importância do período de expansão para a criação das condições da crise, além da importância do sistema financeiro sobre a macrodinâmica das economias capitalistas. Depois disso, realiza-se uma análise da estrutura institucional do Eurosistema e da existência de deficiências em relação à sua atuação como prestador em última instância. Feito isso, discorre-se sobre o comportamento do sistema financeiro no bloco do euro no período de expansão (2000-2007), de turbulências nos mercados financeiros internacionais (2007-2010) e a crise dos títulos públicos dos PIIGS, a partir de 2010. Por fim, analisa-se criticamente a forma de atuação do Eurosistema ao longo da crise para manter a estabilidade financeira.

2 A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF)

Minsky (1975; 1982; 1986) concebe a economia capitalista como um sistema de balanços interrelacionados a partir de uma dinâmica de fluxos de recebimentos e pagamentos denominados em moeda. Os mercados financeiros, assim, desempenham um papel central na instabilidade endógena de uma economia capitalista. O paradigma relevante é um sistema com centros financeiros em que a manutenção de ativos e também de dívidas correntes são financiadas (e refinanciadas) pela emissão de dívidas.

Para Minsky (1982; 1986), a estabilidade da economia depende de como são financiados os gastos, com a instabilidade emergindo ao longo das fases de expansão dos negócios, em razão assunção de posturas financeiras mais arrojadas por parte dos atores³. Simplificadamente, Minsky (1982) criou uma taxonomia para as posturas financeiras assumidas pelos agentes, dividindo-as em três: 1) postura financeira *hedge*: quando se espera que o fluxo de caixa dos investimentos é suficiente para honrar os compromissos financeiros decorrentes da emissão de dívidas em todos os períodos de renda, sem a ocorrência do descasamento de prazos; 2) postura financeira especulativa: fluxo esperado de rendimento é insuficiente para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos, em determinados períodos de renda (geralmente os iniciais). O prazo do passivo é inferior ao do ativo, tornando a unidade vulnerável às condições de refinanciamento do sistema. Ainda assim, estima-se que o valor presente dos retornos esperados é superior

³ Ao aceitar uma estrutura de passivos para manter os ativos, a empresa, e quem a financia, está apostando que a situação futura permitirá o pagamento das obrigações. Entretanto, isso depende das expectativas dos agentes e do estado da economia, que podem incorrer em reversões abruptas.

ao dos compromissos financeiros assumidos; e 3) postura financeira *Ponzi*: trata-se de uma situação extrema de financiamento especulativo, sendo preciso intensificar o endividamento para honrar os compromissos financeiros, quando não é possível nem mesmo arcar com o serviço da dívida, nos períodos de renda mais curtos. Há também aqui, evidentemente, a expectativa de que o valor presente das receitas esperadas será superior à soma dos compromissos de pagamento.

Tem-se, pois, que ao longo das fases de expansão dos negócios, a estrutura financeira da economia vai sendo progressivamente fragilizada, na medida em que os agentes vão reduzindo as suas margens de segurança – o que não significa, necessariamente, o aumento grau de alavancagem dos agentes⁴ (MINSKY, 1986). A decisão de investir envolve a decisão de emitir dívidas, sendo que para um agente aumentar o endividamento, é necessário que outro agente esteja disposto a aceitar esses passivos emitidos. Logo, a incerteza e as expectativas são fundamentais em relação ao ritmo de expansão do crédito, e, conseqüentemente, do dinamismo da economia (Wray, 2012).

Nessa abordagem, o investimento é tratado como um fenômeno financeiro, devido à importância das condições de financiamento para a expansão dos gastos, que dependem das expectativas das instituições financeiras. Não há independência entre o “lado real” e o lado “monetário-financeiro” da economia, entre o investimento e o financiamento. Com isso, as flutuações do investimento dependem das condições financeiras (MINSKY, 1975, 1986). Afinal, como já havia indicado Keynes (1937), o investimento pode ser obstaculizado pela falta de liquidez, mas nunca pela falta de poupança.

Nos momentos de crescimento da economia, conforme a expansão do investimento resulta em ampliação do endividamento, as unidades econômicas vão assumindo posições financeiras cada vez mais arrojadas, com necessidades crescentes de refinanciamento das dívidas. As expectativas otimistas fazem com que os empresários e os banqueiros assumam menores margens de segurança, expandindo seus ativos a partir de uma estrutura de passivos cada vez menos capaz de suportar reorientações bruscas do estado geral de expectativas (MINSKY, 1975).

Há ainda outros dois fatores que contribuem para a intensificação da fragilidade financeira ao longo das fases de expansão dos negócios. O primeiro fator é que existe um estímulo recíproco entre a especulação nos mercados financeiros e nas empresas não financeiras. O aumento do valor das empresas nas bolsas de valores acaba diminuindo a razão entre as obrigações adquiridas e o valor de mercado da empresa, induzindo a possibilidade de contração de novas dívidas. O segundo fator é de que parte do avanço da oferta de crédito ocorre por meio de inovações financeiras, que tornam possíveis o financiamento de maiores níveis de atividade, além de criar instrumentos que parecem assegurar tanto aos fornecedores quanto aos demandantes de crédito, individualmente, que o dinheiro estará disponível quando necessário⁵, contribuindo para a expansão e mudanças das estruturas dos portfólios (MINSKY, 1982; 1986). Afinal, em uma economia capitalista, todos os atores estão envolvidos em um mesmo contexto de estado geral de expectativas, não sendo imunes a ele.

No que diz respeito ao estímulo recíproco entre a especulação financeira e as empresas, pode-se argumentar sobre o aumento da importância do consumo das famílias para a especulação e para o aprofundamento da fragilidade financeira. Belluzzo e Coutinho (1998), ao discorrerem sobre a proliferação dos ativos financeiros nos portfólios das famílias e das empresas não financeiras, argumentam que esses agentes passam a subordinar as decisões de gasto e investimento (e, portanto, do aumento do endividamento) às expectativas de enriquecimento financeiro. As famílias, ao possuírem títulos e ações em proporções cada vez maiores em relação à composição da riqueza, criam as possibilidades de flutuações mais abruptas do consumo e do investimento, com o consumo deixando de ser um comportamento relativamente estável, como na função consumo keynesiana tradicional.

⁴ De acordo com Kregel (1997), as margens de segurança correspondem à cobertura para se fazer frente aos compromissos financeiros assumidos. Mais especificamente, trata-se da diferença entre o fluxo esperado de lucros e as despesas decorrentes dos compromissos financeiros assumidos por um dado agente, em cada período de tempo. As margens de segurança podem ser reduzidas mesmo em um contexto de estabilidade do grau de alavancagem das unidades econômicas, uma vez que o aumento do endividamento, durante as fases de expansão, promove o aumento dos lucros e do capital próprio.

⁵ Considerando que os fluxos de rendas esperadas são incertos, dependendo do estado da economia, a posse de dinheiro e de instrumentos financeiros de fácil negociação é necessária para oferecer uma margem de segurança que assegure o cumprimento dos contratos. O problema em relação à posse de instrumentos financeiros é de que apesar de ser líquido individualmente, ele não é para a sociedade como um todo.

Mediante o efeito riqueza, ou seja, da percepção de aumento da riqueza que a valorização dos ativos gera para as famílias, os consumidores aumentam suas possibilidades de endividamento no período de expansão, intensificando os gastos. Mas essa percepção de aumento da riqueza pela valorização dos ativos financeiros é apenas individual, não funcionando para a economia como um todo. Nos momentos de reversão das expectativas, a desvalorização dos ativos exerce um forte impacto negativo no portfólio dos consumidores, com expressivo aumento do endividamento em relação à riqueza pessoal (que está se desvalorizando), deprimindo ainda mais o consumo. Somado a isso, Belluzzo e Coutinho (1998) apontam três mecanismos pelos quais as valorizações dos ativos influenciam nas decisões de investimento nos períodos de otimismo: 1) superaquecimento do consumo aumenta a eficiência marginal do capital do setor de bens de consumo; 2) aumento da capacidade de endividamento devido ao aumento do valor do patrimônio líquido da empresa (aumento de seu valor de mercado); e 3) diminuição dos custos de capital para empresas melhor avaliadas pelas agências de *rating*, com menor percepção dos riscos. Nos momentos de reversão das expectativas, também se intensificarão os impactos negativos.

Durante o período de expansão, os processos descritos intensificam o grau de fragilidade financeira da economia, já que, ao adotar posturas mais agressivas, os atores diminuem suas margens de segurança, o que pode ocorrer pelo aumento do endividamento ou pela composição das carteiras a partir de ativos menos líquidos. A redução da margem de segurança pode ser analisada pelo risco do devedor e do risco do prestador. O risco do devedor é caracterizado pelo aumento do peso do endividamento em seu portfólio, além da possibilidade de diminuição da liquidez, já que no período expansivo a empresa tenderá a concentrar seus ativos em bens de capital, resultando no aumento da imobilização e na especialização. O risco do prestador aumenta conforme ocorre o aumento das dívidas assumidas pelas empresas para financiar o investimento, predominantemente com recursos do sistema financeiro. Esses riscos refletem avaliações subjetivas, podendo incorrer em mudanças abruptas, de acordo com as variações das expectativas dos agentes (MINSKY, 1986).

O período de crescimento econômico possui a aparência de um processo estável, com a fragilidade financeira ficando evidente apenas após a reversão das expectativas. O processo de intensificação da fragilidade da economia⁶ durante a expansão fica encoberto pelo otimismo e pelo aumento dos lucros presentes e esperados. Pode-se afirmar, por isso, que a “estabilidade é desestabilizadora”, com o período de expansão criando as sementes da crise. A redução das margens de segurança e a adoção de instrumentos financeiros complexos e duvidosos são ignorados até que os mercados financeiros demonstrem uma tendência ao colapso (MINSKY, 1975; 1986).

Em dado momento, endogenamente, tende a ocorrer um processo de reversão das expectativas, de quebra das convenções, na medida em que as condições de financiamento e refinanciamento vão sofrendo pioras. Mas esta é apenas uma (endógena) dentre as inúmeras possibilidades (exógenas) que podem desencadear um processo de ruptura do estado geral de expectativas. Em uma economia em que os contratos financeiros são liquidados em moeda, os agentes começam a questionar a própria capacidade de honrar os compromissos, assim como a capacidade dos outros agentes. Com a forte interrelação dos portfólios dos agentes, essa incerteza se mostra disruptiva, contagiando toda a economia, afetando inclusive as unidades que dispõem de estruturas financeiras mais “saudáveis”. Seguindo a lógica de Wray (2012), o posicionamento defensivo dos bancos em relação à manutenção de suas estruturas patrimoniais levará à contração do crédito (buscando reduzir o endividamento), diminuindo a liquidez do sistema. O problema é que para a um agente aumentar seu ativo líquido, é necessário que algum outro agente aceite aumentar seu passivo líquido. Com a crise e a impossibilidade de que isso ocorra pelo setor privado (já que durante as crises possuem uma posição defensiva), fica evidente a importância da atuação do banco central, mediante “prestador de última instância” e “market maker”, para manter a viabilidade das estruturas de portfólios do setor privado, buscando manter a estabilidade financeira.

Na crise, as estruturas de portfólio dos agentes sofrem uma forte deterioração: pelo lado do ativo, ocorre uma queda dos rendimentos futuros esperados; do lado do passivo, ocorre um aumento dos custos financeiros e uma maior dificuldade de obter novos recursos para refinaranciar e rolar as dívidas preexistentes, efeito que é exacerbado devido ao menor período de maturação do passivo.

⁶ O aumento da fragilidade pode ser analisado pelas posturas mais agressivas dos banqueiros e empresários que diminuem suas margens de segurança.

Esse processo resulta em um forte aumento do grau de preferência pela liquidez dos atores econômicos, concorrendo para o aumento das taxas de juros, a deterioração dos balanços e a paralisação do investimento. Esta, por sua vez, resultará em uma forte queda das receitas futuras das empresas, comprometendo ainda mais a possibilidade de pagamento das dívidas para o setor financeiro. Em uma economia monetária, os possuidores de riqueza não estão sujeitos à “restrição orçamentária”, mas sim a duas outras restrições: a de liquidez e a de pagamentos. No momento de reversão das expectativas, a busca pela liquidez e a maior dificuldade de honrar os pagamentos contribuem para intensificar a crise, resultando em uma espiral de queda de preços e ativos.

3 Instabilidade financeira na zona do Euro e a crise dos PIIGS

Esta seção tem o objetivo de discutir a instabilidade financeira na zona do Euro, com destaque à crise dos títulos soberanos dos PIIGS a partir de 2010, à luz das deficiências da tessitura institucional do Eurosistema, de um lado, e da abordagem minskiana, de outro.

3.1 A institucionalidade do Eurosistema e suas deficiências

A partir do Tratado de Maastricht, em 1992, que resultou na constituição da zona do euro em 1999, foi estabelecido que política monetária do bloco fosse conduzida pelo Eurosistema⁷, por meio de uma instituição supranacional e independente, o Banco Central Europeu (BCE), com os bancos centrais nacionais sendo meros “braços operacionais” do BCE. As atribuições do BCE são: definir e implementar a política monetária do bloco, gerir as reservas internacionais, conduzir as operações cambiais e promover o funcionamento do sistema de pagamentos. O objetivo único da política monetária é a manutenção da estabilidade de preços. Além disso, tanto o BCE como os bancos centrais nacionais devem usufruir de independência em relação ao sistema político (ANGELONI et al., 2004, SCHELLER, 2006).

Para justificar a adoção de uma política monetária focada estritamente na estabilidade de preços e com uma instituição monetária independente, tanto Scheller (2006) quanto Angeloni et. al. (2004) discorrem sobre as fundamentações teóricas subjacentes a essas atribuições, como a questão da neutralidade da moeda no longo prazo, da importância da independência, da reputação e da transparência para a credibilidade da política monetária - que, por sua vez, é essencial para balizar as expectativas dos agentes quanto à inflação futura. Vale ressaltar que a constituição do BCE e das atribuições da política monetária do bloco foram fortemente influenciadas pelo Novo Consenso Macroeconômico⁸. Nessa vertente, a política fiscal se subordina à política monetária e a estabilidade macroeconômica e financeira são asseguradas se a inflação for baixa e estável⁹. Nesse sentido, a forma como foi constituída a estrutura institucional do Eurosistema resultou em problemas e dificuldades para lidar com crises financeiras (atingindo os bancos, o balanço de pagamento e os títulos soberanos).

Uma característica importante da institucionalidade do BCE para a eclosão da crise dos títulos soberanos, a partir de 2010, foi a forma de condução das operações de mercado aberto, por meio de operações compromissadas e com a proibição de compras definitivas dos títulos públicos dos países membros. Isso não ocorre em outros países, como, por exemplo, nos EUA e na Inglaterra, em que os respectivos bancos centrais possuem a liberdade para comprar títulos públicos nos mercados secundários (LAVOIE, 2014). Esse tipo de ação é essencial para a manutenção da estabilidade financeira.

Somado à rigidez institucional do Banco Central Europeu, outro problema diz respeito à falta de soberania monetária nacional por parte dos países nos momentos de instabilidade financeira, quando justamente, diante do surgimento de dúvidas dos mercados em relação à capacidade de pagamento dos títulos públicos emitidos pelos governos nacionais, as autoridades monetárias domésticas não têm a possibilidade de emitir moeda.

⁷ Termo para designar o BCE e os bancos centrais dos países inseridos na zona do euro. O termo Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) inclui os bancos centrais nacionais de todos os países da União Europeia, inclusive os que estão fora da zona do euro.

⁸ Para um resumo das atribuições do Novo Consenso Macroeconômico, ver Blikstad (2015).

⁹ O instrumento mais importante de atuação da política monetária do BCE é a manipulação da taxa de juros de curto prazo, por meio das operações de mercado aberto. Como afirma o Novo Consenso Macroeconômico, no sistema de metas de inflação deve-se buscar a taxa de juros que viabiliza o cumprimento da meta estabelecida.

Isso decorre do enfraquecimento das relações entre Estado Nacional e soberania monetária. Goodhart (1998), por exemplo, argumenta que a centralidade da conexão da soberania política com a autoridade fiscal, bem como da criação de dinheiro com o banco central, é essencial para se compreender a dinâmica das economias capitalistas modernas. De acordo com o autor, a constituição do euro fragilizou essa conexão para um nível sem precedentes históricos¹⁰. Isso teve importantes implicações para a eclosão da crise dos títulos soberanos dos PIIGS a partir de 2010, como também para as dificuldades de atuação das políticas fiscais nacionais desses países, pois, devido a essas características, os socorros aos sistemas financeiros domésticos ocorreram mediante aumento do endividamento público.

Assim, a institucionalidade da zona do euro criou um banco central supranacional independente que não possui legitimidade amparada nos Estados Nacionais, ao mesmo tempo em que os países membros utilizam uma moeda que não controlam. Os países se endividam em uma moeda que não podem emitir, não podendo garantir o pagamento dos rendimentos dos títulos públicos¹¹, devido à impossibilidade do banco central de um país membro de atuar como emprestador em última instância de forma efetiva. Segundo Toporowski (2013, p. 572): *“The eurozone has a central bank without a government, governments without central banks and banks without an effective lender of last resort.”*

A inexistência da garantia de que os títulos públicos dos países membros da zona do euro seriam honrados criaram as condições para a ocorrência da crise, além do seu contágio e da consequente falta de liquidez nos mercados, da mesma forma como ocorre em sistemas bancários sem emprestadores de última instância¹² (DE GRAUWE, 2011). Ao emitir títulos denominados em uma moeda sobre a qual não possui a soberania, o Estado não tem a possibilidade de monetizar esses passivos, caso necessário.

3.2 O comportamento do sistema financeiro da zona do euro entre 2000 e 2013

Para a compreensão da crise dos títulos soberanos, a partir de 2010, é necessário discorrer sobre o período de expansão econômica (2000-2007), como enfatizado por Minsky (1975; 1986), de modo a evidenciar tanto o direcionamento dos fluxos de capitais dos países centrais para os PIIGS como a intensificação das relações de crédito e débito dentro do sistema financeiro da zona do euro. Conforme será verificado, ambos os fatores foram de extrema importância para a evolução da fragilidade financeira dentro do bloco, principalmente dos PIIGS. Feita essa discussão, analisa-se o processo de reversão das expectativas a partir de 2007, devido às turbulências nos mercados financeiros internacionais, que resultaram em problemas para o bloco europeu, com destaque para os PIIGS - o que desencadeou, a partir de 2010, a crise dos títulos soberanos destes países.

3.2.1 O período de expansão econômica (2000-2007) e da turbulência nos mercados financeiros internacionais (2007-2010)

Com a constituição da zona do euro, em 1999, ocorreu uma rápida convergência das taxas de juros nominais dos títulos públicos de longo prazo dos PIIGS e dos países do norte da Europa. A convergência das taxas de juros dos PIIGS se direcionou para o nível das taxas de juros dos países desenvolvidos, em especial da Alemanha, que se tornaria um padrão de referência dos rendimentos dos títulos para a zona do euro. Em termos práticos, esse processo resultou em uma forte queda das taxas de juros dos PIIGS, concedendo-lhes a vantagem da emissão de dívidas a partir de uma moeda em comum com os países centrais, em condições bastante atrativas (BELLUZZO, 2013).

Isso ocorreu, em parte, por causa da falsa percepção criada de que a concessão de créditos para outros países internamente à zona do euro teria características similares aos empréstimos domésticos (FLASSBECK e LAPAVITSAS, 2013) - percepção que se mostraria equivocada com a crise, que evidenciaria as fragilidades do euro. Com a criação do euro, pela primeira vez na história, existiria um verdadeiro mercado de capitais na Europa e, mais especificamente, na zona do euro, intensificando os

¹⁰ Goodhart (1998) pondera que já existiram casos na história de países que abriram mão da soberania monetária seja com a participação no padrão-ouro ou a fixação das taxas de câmbio em relação ao outro país. Entretanto, essas ações tinham um caráter voluntário e temporário, com a possibilidade de se sair dessa situação.

¹¹ Ao contrário, por exemplo, de um Estado Nacional que possua soberania monetária.

¹² Em um sistema bancário, problemas de solvência em um banco podem resultar na retirada de depósitos em outros bancos, devido à quebra da confiança, caso não ocorra a atuação de um emprestador em última instância. Isso acaba resultando em uma crise de liquidez até em bancos sólidos, podendo levar até a uma crise de solvência dessas instituições (DE GRAUWE, 2011).

fluxos de capitais entre os países. 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 países¹³ 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, potencializou a fragilidade financeira ao longo do período de expansão (EEAG, 2011).

A Tabela 1 mostra o comportamento dos bancos da zona do euro ao longo do período de expansão (2000-2007) e durante a crise global (2007-2010), até o início da crise dos títulos soberanos. Em relação ao período anterior a 2007, de alta liquidez internacional, percebe-se uma expansão dos ativos e passivos dos bancos da zona do euro, com destaque para a aquisição de ativos e passivos externos, denotando um alto grau de integração financeira dos bancos da região. Parte da aquisição desses ativos externos ocorreu nos PIIGS, por parte dos bancos dos países centrais, o que contribuiu para moldar as condições da crise dos títulos de dívida soberana. Nesse período, a competição entre os bancos dos países centrais e o aprofundamento da integração financeira do bloco resultaram em um forte afluxo de capitais para os PIIGS, financiando a expansão acelerada do consumo e dos investimentos no setor imobiliário e no setor de serviços. Ademais, enquanto a taxa absoluta de alavancagem se manteve praticamente estável, houve um aumento da taxa marginal de alavancagem na zona do euro, principalmente entre 2003-2005 (Gráfico 1).

Na Tabela 1, o segundo período (2007-2010) pode ser dividido em dois subperíodos, sendo separados pela quebra do banco de investimento americano Lehman Brothers, em setembro de 2008¹⁴. Em um primeiro momento, de agosto de 2007 até setembro de 2008, com o início das turbulências dos mercados financeiros internacionais, percebe-se uma forte retração na aquisição de ativos externos por parte dos bancos da zona do euro. Nesse momento, como mostra Frangakis (2009), há um congelamento do *money market*, aumentando a volatilidade das taxas de *overnight* e o risco de crédito dos bancos. É a partir desse episódio que os bancos começaram a duvidar da capacidade dos outros bancos de arcar com os compromissos, tornando necessária a intervenção do banco central para garantir a liquidez, como será analisado posteriormente. Com isso, o *money market* migrou para o interior do balanço do Eurosistema, com os bancos superavitários depositando e os deficitários captando fundos nesse sistema¹⁵ (ALLEN e MOESSNER, 2012). Entretanto, como Allen e Moessner (2012) ressaltam, apesar da migração do *money market* para o interior do Eurosistema, a capacidade de tomada de empréstimos dos bancos se tornou muito mais fragilizada, evidenciando a falta de liquidez na região.

Já após a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, até o início de 2010, percebe-se uma forte instabilidade no comportamento da taxa marginal de alavancagem, como pode ser verificado na Gráfico 1. Enquanto a taxa absoluta de alavancagem teve uma leve queda a partir de meados de 2008, a taxa marginal de alavancagem teve um forte aumento no período exatamente anterior à quebra do Lehman Brothers. Após isso, houve uma expressiva redução, se tornando até negativa, evidenciando um processo de desalavancagem das Instituições Financeiras Monetárias da zona do euro. Nos meses imediatamente anteriores ao início da crise dos títulos soberanos, constatou-se um aumento do processo de alavancagem marginal, tornando-se positiva.

Nesse segundo subperíodo, a estratégia dos bancos da zona do euro pelo lado do ativo, pode ser sintetizada como: 1) diminuição da exposição externa, com uma redução da posse desses ativos; 2) forte redução da taxa de crescimento da concessão de empréstimos, tanto para outras Instituições Financeiras

¹³ Na Espanha, antes do euro era impossível obter financiamentos com taxas fixas e com 20 anos de maturidade. Antes do euro, só era possível conseguir com taxas variáveis, além de incorrer em altas taxas de juros (EEAG, 2011).

¹⁴ Vale ressaltar que, apesar das declarações das instituições oficiais da zona do euro de que a crise bancária que atingiu o continente europeu, a partir de 2007, deveria ser considerada como uma crise externa à região e de que a zona do euro era até então uma “ilha de estabilidade”, não se sustentam mediante uma análise do comportamento global dos grandes bancos e investidores europeus. Ao contrário do que argumentam as autoridades europeias, o comportamento do sistema financeiro europeu teve um papel ativo no processo que resultou na crise do subprime nos EUA, tornando-se uma crise global. Portanto, não pode ser considerado apenas como um choque externo, mas sim um choque de crédito interno desde o início (BIBOW, 2012). Apesar de a crise financeira ter se iniciado nos EUA, o comportamento do setor financeiro europeu foi essencial para a construção dos desequilíbrios na economia americana e no mundo.

¹⁵ Por exemplo, em 2010 e 2011, no caso da Irlanda e da Grécia, a fuga de depósitos nos bancos desses países e o congelamento dos *money markets* fizeram com que a necessidade de financiamento dos bancos ocorresse mediante a tomada de empréstimos nos bancos centrais nacionais, criando uma grande rede de empréstimos dentro do Eurosistema (ALLEN e MOESSNER, 2012)

Monetárias como para outros setores, com efeitos negativos para o consumo e investimento; e 3) aumento dos ativos considerados de maior liquidez, como outros ativos (em que se inclui dinheiro) e títulos públicos dos países membros da zona do euro, na época considerados ativos seguros. No que diz respeito ao lado do passivo, por seu turno, percebe-se uma tendência de redução da participação do financiamento com capital externo, bem como de diminuição da taxa de crescimento da emissão de títulos de dívida, denotando um aumento da incerteza em relação aos agentes que financiavam esses bancos, já que os títulos possuem um período de maturação superior aos depósitos (Tabela 1). Como dito, as operações do Eurosistema se tornaram essenciais para o financiamento dos bancos¹⁶, como será analisado na próxima subseção.

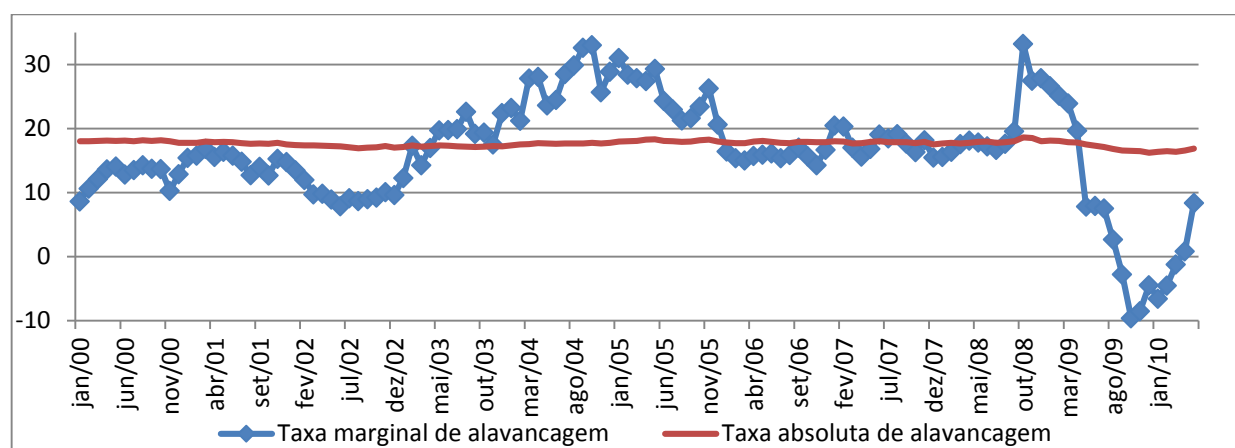
Tabela 1 - Variação do balanço agregado das Instituições Financeiras Monetárias da zona do euro, excluindo o Eurosistema – em bilhões de euros (2000-2010)

	Dez 00/jun 07	jul 07/jun 08	Jul 08/Jun 10		Dez 00/jun 07	jul 07/jun 08	Jul 08/Jun 10
	ATIVO				PASSIVO		
Emprést. para não-IFM	3680	961	339	Depósitos de não IFM	3124	1.009	969
Emprést. para IFM	1766	735	220	Depósitos de IFM	1901	717	275
Títulos do GOV	264	-62	352	Títulos de dívida emitidos	1814	285	196
Ativo Externo	2903	14	-316	passivos externos	2195	348	-334
Outros ativos	1017	341	692	outros passivos	1296	270	493
Ativo Total	11454	2.814	1739				

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

Fonte: Allen e Moessner (2012) e BCE.

Gráfico 1 - Taxa marginal e absoluta de alavancagem das Instituições Financeiras Monetárias da zona do euro, excluindo o Eurosistema (2000-2010)



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

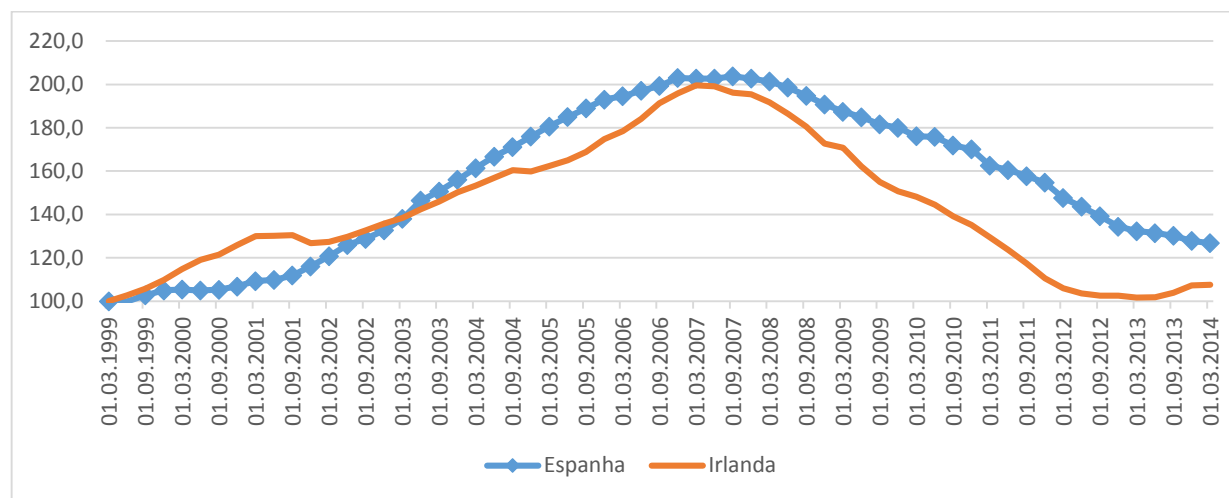
Fonte: BCE. Elaboração própria.

Nesse interregno, a crise global, além da forte queda do consumo nos PIIGS, com destaque para o efeito da queda dos preços imobiliários na Irlanda e na Espanha para o consumo, fez com que os bancos da zona do euro incorressem em grandes perdas, ou no mínimo, em questionamentos em relação ao valor de seus ativos, o que gerou incertezas em relação à possibilidade de arcarem com os passivos, congelando os *money markets*. Ademais, a queda dos preços dos bens e serviços, assim como dos imóveis, afetou de forma bastante adversa a posição de balanço dos bancos da zona do euro, com destaque à Espanha e à Irlanda. Como mostra o Gráfico 2, ocorreu um intenso aumento dos preços dos imóveis residenciais – nesses dois países – entre 1999 e meados de 2007, contribuindo para o aumento do consumo por meio do efeito riqueza e do investimento no setor imobiliário. A partir de meados de 2007, com o início das turbulências nos mercados financeiros internacionais, houve uma reversão dessa tendência, com uma forte queda dos preços

¹⁶ Grande parte dos empréstimos para as instituições financeiras monetárias no período foram predominantemente para a aquisição de depósitos no Eurosistema (ALLEN e MOESSNER, 2012).

dos imóveis residenciais, impactando negativamente no desempenho das economias, tanto por meio da queda do consumo como do investimento do setor imobiliário.

Gráfico 2 - Variação dos preços dos imóveis residenciais – 1999=100 (1999-2014)



Fonte: The Economist. Elaboração própria.

A forte elevação do crédito foi essencial para que ocorresse a valorização nos preços dos imóveis residenciais durante a expansão econômica, passando de um estoque de € 278 bilhões, em 2003, para € 658 bilhões, em 2008, no caso da Espanha, e de € 55 bilhões, em 2003, para € 124 bilhões, em 2007, no caso da Irlanda, como mostra a Tabela 2. Grande parte desses empréstimos possuem como garantia os próprios imóveis adquiridos pelas famílias. Além disso, muitas famílias hipotecaram suas residências de forma a adquirir novos empréstimos, disponibilizando como garantia os próprios imóveis, de maneira a aumentar o consumo. Pela alta participação dos empréstimos para a aquisição de imóveis residenciais em relação aos empréstimos totais para as famílias, constata-se a grande importância dessa dinâmica para estimular o consumo na economia desses países (Tabela 2). Enquanto os preços dos imóveis aumentaram, esse circuito funcionava de forma satisfatória.

Tabela 2 - Estoque de empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias (excluindo o Eurosistema) do país para aquisição de imóveis residenciais, em bilhões de euros e em % do total de empréstimos para as famílias (2003-2011)

País	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Espanha	278 68%	336 70%	451 73%	552 74%	627 75%	658 75%	657 75%	665 76%	658 77%
Irlanda	55 77%	74 80%	95 81%	111 81%	124 81%	115 80%	110 79%	100 77%	80 73%

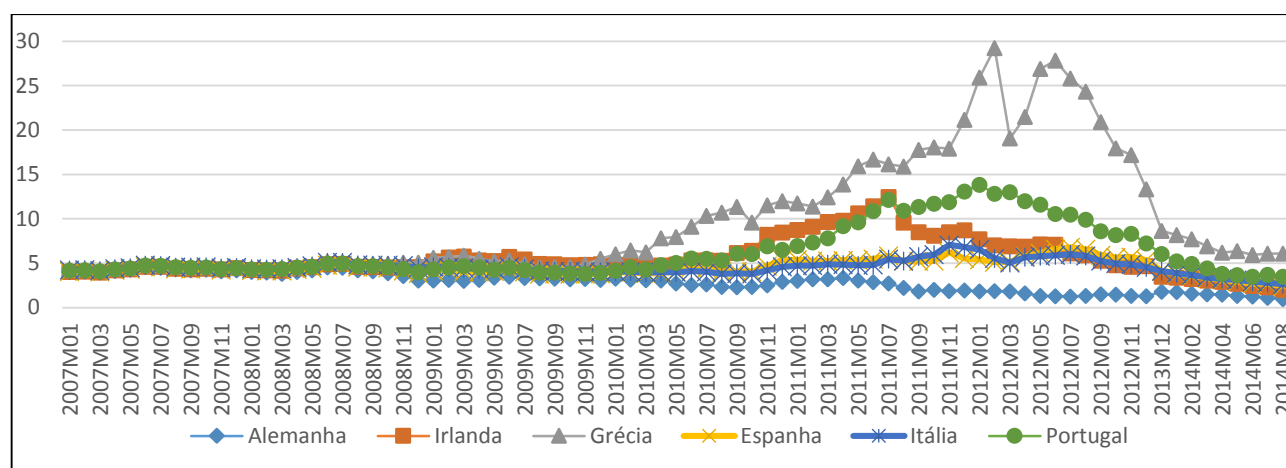
Fonte: BCE. Elaboração própria.

Com a reversão das expectativas e a queda dos preços dos imóveis residenciais, a partir de 2007-2008, ocorreu uma paralisação dos novos fluxos de empréstimos. O estoque de empréstimos residenciais se manteve constante na Espanha e caiu na Irlanda (Tabela 2). Esse processo dificultou o refinanciamento da posição das famílias, em um contexto de forte desvalorização dos preços dos imóveis (colaterais das operações de crédito). Isso, associado à recessão econômica, elevou a inadimplência. Com posições ativas altamente expostas ao crédito, os bancos começaram a sofrer com problemas em seus portfólios, ameaçando a estabilidade financeira. Essas instituições também passaram a ter crescentes dificuldades para financiar os seus passivos por meio dos *money markets* atacadistas, condição que concorria para intensificar a instabilidade financeira. A expressiva redução dos preços dos imóveis exacerbou o efeito-riqueza adversos sobre o consumo das famílias, resultando em perdas adicionais para os bancos.

3.2.2 A crise dos títulos soberanos dos PIIGS a partir de 2010

A partir de meados de 2010 iniciou-se a crise dos títulos da dívida soberana dos PIIGS. Quando a crise financeira atingiu os títulos soberanos da Grécia, no final de 2009 e início de 2010¹⁷, a inexistência de um efetivo emprestador em última instância na região – resultado da institucionalidade do euro, o que impossibilitava os bancos centrais nacionais de socorrerem os estados, além da proibição do BCE de atuar como banqueiro dos governos e das fragilidades da moeda única associadas à soberania monetária –, desencadeou uma crise de liquidez para outros mercados, devido ao temor de que os rendimentos dos títulos públicos dos PIIGS não fossem honrados. Essa dinâmica levou a um aumento dos *spreads* das taxas de juros pagas pelos títulos soberanos desses países, pressionando ainda mais as suas contas públicas – já impactadas pela acomodação, pelo setor público, da desalavancagem do setor privado – e transformando a crise de liquidez em uma crise de solvência (DE GRAUWE, 2011). Como mostra o Gráfico 3, que compara os rendimentos cobrados para a Alemanha e para os PIIGS, isso criou um círculo vicioso para os PIIGS, aumentando expressivamente o endividamento público bruto entre 2007 e 2013 (Tabela 3), limitando a capacidade de atuação anticíclica dos Estados (AGLIETTA, 2012).

Gráfico 3 - Rendimento dos títulos públicos de longo prazo (10 anos), PIIGS e Alemanha, em % a.a. (2007-2013)



Fonte: BCE. Elaboração própria.

Tabela 3 – Endividamento público bruto, em % do PIB – PIIGS

País	2001	2004	2007	2010	2013
Irlanda	33	28	24	87	123
Grécia			103	146	175
Espanha	54	45	36	60	92
Itália	105	100	100	115	128
Portugal	53	62	68	96	128

Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Os derivativos de crédito também contribuíram agudizar a instabilidade financeira e afetar adversamente os preços dos títulos públicos dos PIIGS. O aumento das taxas de juros levou, imediatamente, a uma redução do valor desses ativos, alimentando uma demanda por cobertura de seguros, evidenciado pelo aumento do prêmio de risco. Isso contribuiu para fomentar o crescimento do mercado de *Credit Default Swap* (CDS)¹⁸ dos títulos públicos dos PIIGS. De fato, nos períodos de maior instabilidade, ocorreu uma inversão da forma como são determinados esses prêmios de risco, pois enquanto nos tempos de normalidade

¹⁷ A revisão das contas públicas gregas, realizada pelo novo governo grego, em 2009, com o aumento do endividamento público do país, foi determinante para o início da instabilidade em relação aos títulos públicos gregos, que acabou por contagiar outros países periféricos, como Espanha, Portugal, Irlanda e Itália.

¹⁸ Os CDS dos títulos soberanos são contratos financeiros que oferecem proteção contra potenciais perdas de crédito desses ativos. O comprador da proteção paga um prêmio regular, também conhecido como o CDS *spread*, em troca de um pagamento de seguro em caso de eventos de crédito que resultem em calotes.

esses instrumentos refletem o risco de crédito, nas crises eles passam a causar a elevação desses riscos. Como o CDS é uma compra de seguro contra o risco de crédito de determinado ativo, os detentores dos CDS relativos aos títulos dos governos dos PIIGS passaram a apostar na derrocada das dívidas, contribuindo para aumentar ainda mais os riscos e os *spreads*¹⁹ (AGLIETTA, 2012; BELLUZZO, 2013).

Em relação à aquisição de títulos públicos dos PIIGS pelos bancos da região, houve um aumento da participação de não residentes na posse desses ativos entre 2000 e 2008, período em que os *spreads* dos rendimentos desses títulos, em relação ao alemão, eram mínimos (Tabela 4). Esses diferenciais passaram a se tornar mais elevados ao longo de 2008 (Gráfico 1). Com a crise, ocorreu uma tendência de diminuição da participação dos estrangeiros nos títulos públicos dos PIIGS, ao mesmo tempo em que houve um aumento da aquisição de títulos públicos alemães por não residentes (Tabela 4), denotando um claro movimento de fuga para a qualidade dos investidores internacionais, como evidenciado pela queda dos rendimentos dos títulos públicos alemães ao longo da crise (Gráfico 1). Esses dois movimentos, além de relacionados, revelou a existência de vários euros na Eurozona (OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012). Os títulos públicos irlandeses em posse de não residentes, por exemplo, passou de 66% para 91% do total entre 2002 e 2008, com uma forte reversão dessa participação após o início da crise, totalizando 52% em 2014. Os títulos públicos portugueses em posse de não residentes, por sua vez, aumentou de 54% para 77% entre 2000 e 2008, reduzindo-se para 66% em 2012. Já os títulos alemães, vistos como os mais seguros da zona do euro, registraram um aumento da posse por não residentes de 54,4% para 62,2% entre 2010 e 2014.

Dessa forma, tem-se que apesar da retração da integração financeira entre os países após o início da crise e da busca de diminuição de exposição externa, os bancos da zona do euro assimilaram os títulos públicos da Alemanha como uma fonte de investimento seguro, em uma clara estratégia dos investidores de “fuga para a qualidade” dos investidores internacionais, evidenciando a existência de “vários euros” na união monetária (OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012). Ademais, porém não menos importante, ao mesmo tempo em que houve uma diminuição da participação de não residentes nos títulos públicos dos PIIGS, verificou-se um aumento tanto absoluto como relativo da participação dos bancos nacionais na aquisição desses ativos, o que implicou maior fragilidade dessas instituições quando do início da crise dos títulos soberanos. As relações de crédito e débito entre os bancos dos países periféricos e dos países centrais tornavam os bancos de toda zona do euro vulneráveis a crise.

Tabela 4 - Títulos públicos em posse de não residentes, países selecionados da zona do euro – em % do estoque total (2000-2014)

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

Fonte: Bruegel database. Elaboração própria.

Em geral, títulos soberanos são considerados ativos seguros, sendo utilizados como garantias para operações de empréstimos entre os próprios bancos e entre estes e o BCE. Entretanto, este não foi mais o caso durante o período de maior incerteza em relação à posse desses ativos na zona do euro, ante o temor de que alguns países membros não conseguiriam arcar com os seus passivos. Isso criou problemas para os bancos, já que além da posse de grande quantidade de títulos públicos em seus portfólios, essas instituições tiveram dificuldades para conseguir ativos elegíveis como garantias. Isso colocou o euro e todo o sistema financeiro da região em risco, devido às desconfianças em relação à atuação do BCE como prestador de

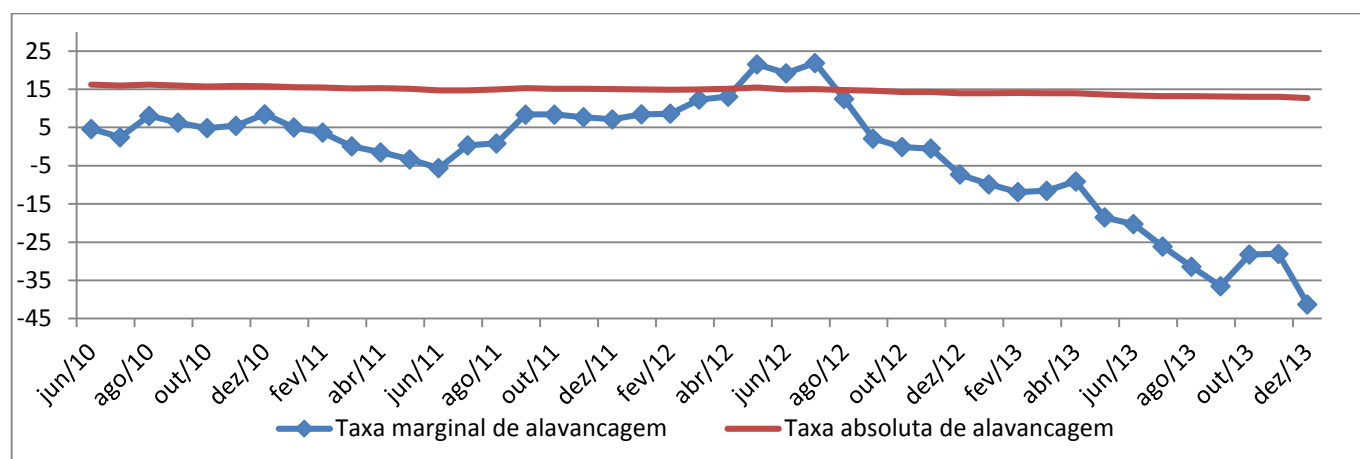
¹⁹ De acordo Allen e Moessner (2012), o comportamento dos mercados de CDS dos títulos públicos dos PIIGS e os *spreads* das taxas de retorno em relação aos ativos, são bons indicadores para se verificar os momentos de maior instabilidade na zona do euro.

última instância – além da impossibilidade dessa atuação, de forma autônoma, por parte dos bancos centrais nacionais –, às incertezas em relação à viabilidade das garantias associadas à posse dos títulos soberanos e aos próprios portfólios dos bancos (BELLUZZO, 2013).

Com a crise, os grandes bancos europeus, que detinham posições em títulos da dívida pública de países em crise, passaram a enfrentar maiores dificuldades de captação nos mercados financeiros internacionais (FREITAS, 2011; FLASSBECK e LAPAVITSAS, 2013). Assim, buscaram diminuir suas posições em títulos públicos dos PIIGS²⁰.

O Gráfico 4 evidencia o impacto da crise dos títulos soberanos na alavancagem das instituições financeiras monetárias da zona do euro (excluindo o Eurosistema). Enquanto ocorre uma leve tendência de queda da taxa absoluta de alavancagem ao longo do período, a taxa marginal de alavancagem possui um comportamento mais instável. Entre dezembro de 2010 e junho de 2011, destaca-se um comportamento de queda desse índice. Entre meados de 2011 até meados de 2012, aumentou a taxa marginal de alavancagem, possivelmente devido aos empréstimos do Eurosistema para as instituições financeiras monetárias, aumentando seus ativos²¹. Após meados de 2012, ao mesmo tempo em que ocorreu uma diminuição do balanço do Eurosistema- questão discutida na próxima subseção -, percebe-se uma forte tendência de queda da taxa marginal de alavancagem, tornando-se fortemente negativa. Entre meados de 2012 e o final de 2013, esse índice caiu de 24 para -43, evidenciando tanto o processo de deflação de ativos como uma postura mais defensiva dos bancos no sentido de reduzir o grau de alavancagem.

Gráfico 4 - Taxa marginal e absoluta de alavancagem das Instituições Financeiras Monetárias da zona do euro, excluindo o Eurosistema (2010-2013)



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

Taxa absoluta de alavancagem = Total de ativos em relação ao total de capital e reservas.

Fonte: BCE. Elaboração própria.

O período posterior a 2010, ou seja, ao início da crise dos títulos soberanos, pode ser dividido em quatro fases, o que pode ser verificado na Tabela 5. Na primeira, de meados de 2010 até meados de 2011, ocorreu uma deterioração da confiança entre as instituições financeiras, como fica evidente pela queda dos empréstimos pelo lado do ativo e pela queda de recebimento de depósitos de outras instituições financeiras monetárias pelo lado do passivo. A desconfiança em relação à qualidade dos títulos públicos de alguns países da zona do euro resultou em uma redução líquida dos ativos das instituições financeiras monetárias, com posições importantes nesses ativos. Por fim, continuou a tendência do período anterior, de redução da

²⁰ Uma crise de títulos da dívida soberana pode afetar a forma de financiamento dos bancos de três formas, a saber: i) um banco que tenha em seu ativo uma grande quantidade de títulos públicos duvidosos pode incorrer em grandes perdas, podendo até criar problemas em relação à sua solvência; ii) os bancos utilizam os títulos da dívida pública como garantias em outras transações financeiras, incluindo *repos*. Com as dúvidas em relação a esses títulos e, portanto, com menos ativos passíveis de utilização como garantias, ocorre uma redução na capacidade do banco de obter *funding*; e iii) a queda no *rating* de títulos da dívida pública em posse do banco pode acabar reduzindo o próprio *rating* do banco, aumentando seus custos de refinanciamento (CGFS, 2011). Com isso, fica explícita a instabilidade dos mercados financeiros da zona do euro com a crise dos títulos soberanos dos PIIGS.

²¹ Sobre as operações do Eurosistema, ver próxima subseção.

exposição externa, com uma diminuição da retenção de ativos externos nos portfólios. Esses fatores contribuíram para a redução do ativo total das instituições financeiras monetárias nesse interregno.

Tabela 5- Variação do balanço agregado das instituições financeiras monetárias da zona do euro, excluindo o Eurosistema – em bilhões de euros (2010-2013)

	Jul 10/Jun 11	Jul 11/Dez 11	Jan 12/Jun 12	Jul 12/Dez 13		Jul 10/Jun 11	Jul 11/Dez 11	Jan 12/Jun 12	Jul 12/Dez 13
	ATIVO					PASSIVO			
Emprést. para não-IFM	235	-62	27	-631	Depósitos de não IFM	362	92	86	52
Emprést. para IFM	-719	657	152	-1057	Depósitos de IFM	-851	665	252	-1055
Títulos do GOV	-116	-62	193	109	Títulos de dívida emitidos	-90	118	-15	-641
Ativo Externo	-283	-41	40	-440	passivos externos	-495	-160	77	-768
Outros ativos	233	1.215	276	-1419	outros passivos	48	1.122	201	-1362
Ativo Total	-842	1.803	643	-3768					

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

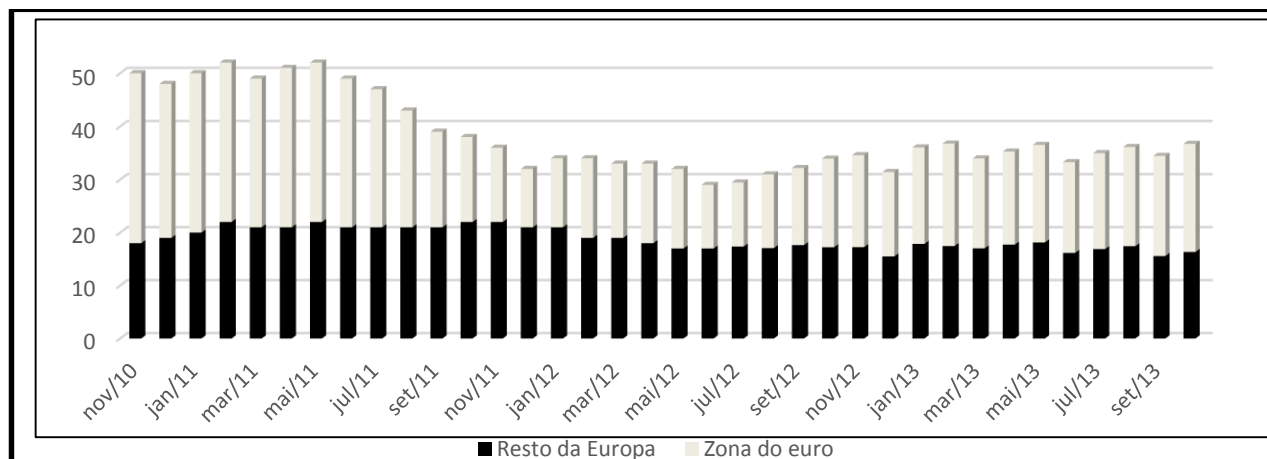
Fonte: Allen e Moessner (2012) e BCE.

A segunda fase, referente ao segundo semestre de 2011, foi marcada pelo aumento da desconfiança em relação à crise dos títulos soberanos dos PIIGS, o que levou à diminuição da exposição dos *Prime Money Market Funds* (PMMF) – grandes financiadores dos bancos europeus nos mercados atacadistas e, em sua maioria, compostos por fundos americanos – em relação aos bancos da zona do euro. Essa exposição caiu de 30% para 10% dos ativos totais entre maio de 2011 e janeiro de 2012, tornando quase nula a participação desses fundos nos PIIGS. Como mostra o Gráfico 5, a parcela dos ativos dos *Prime Money Market Funds* se manteve praticamente constante no restante da Europa exclusive Eurozona nesta segunda fase (RIXTEL e GASPERINI, 2013).

Como pode ser verificado no balanço agregado das instituições financeiras monetárias, apresentado na Tabela 5, no segundo semestre de 2011 ocorreu um aumento dos empréstimos para as instituições financeiras monetárias, além dos depósitos, o que em grande parte ocorreu mediante expansão do balanço do Eurosistema - como será analisado na próxima subseção -, que em face das turbulências nos mercados atacadistas de *money market*, disponibilizou reservas para os bancos europeus.

A terceira fase, referente ao primeiro semestre de 2012, ainda foi marcado pelo efeito do aumento do balanço do Eurosistema, mas em ritmo inferior ao registrado na fase anterior. Verificou-se, contudo, uma mudança dos fatores condicionantes dessa elevação: enquanto no interregno anterior o aumento decorreu dos empréstimos para as instituições financeiras monetárias e, sobretudo, dos outros ativos, no primeiro semestre de 2012 a elevação, embora em menor magnitude, decorreu do resultado positivo em todas as contas do ativo do Eurosistema (Tabela 5). Do lado do passivo, por sua vez, chama a atenção tanto o recuo dos depósitos das instituições financeiras monetárias como dos demais passivos.

Gráfico 5 - Títulos emitidos em posse dos *Prime Money Market Funds*, em % do ativo total dos fundos (2010-2013)



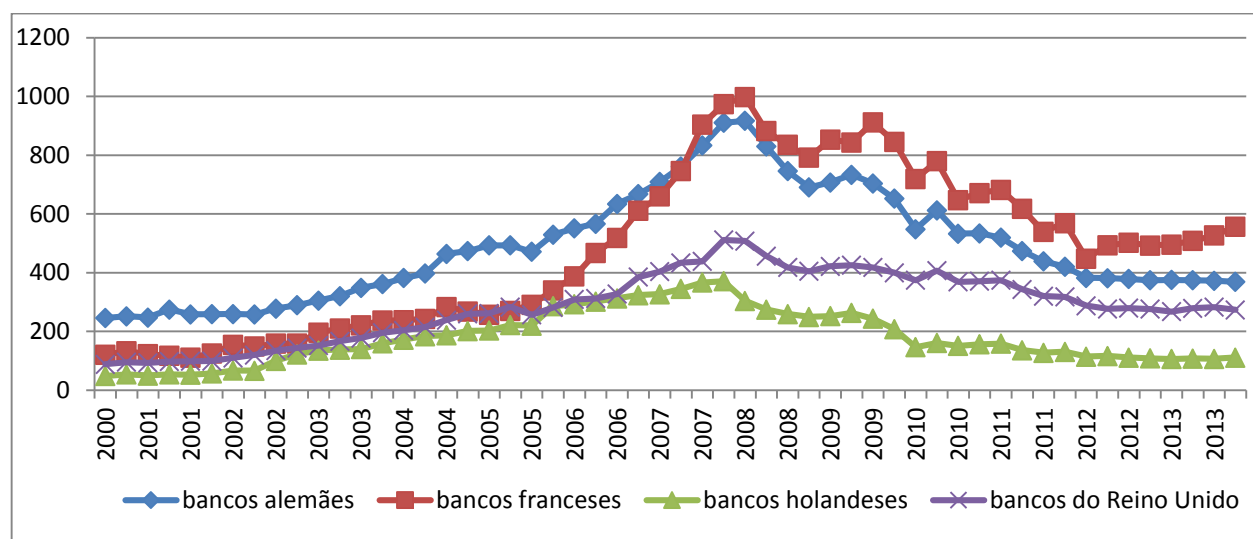
Fonte: Investment Company Institute. Elaboração própria.

A quarta fase compreende o interregno entre julho de 2012 e dezembro de 2013. A partir do segundo semestre de 2012, após as ações do BCE e de seu presidente para acalmar os mercados em relação aos títulos soberanos dos PIIGS, os bancos da zona do euro intensificaram o processo de aumento do grau de preferência pela liquidez e de fuga para qualidade, explicitados tanto pelo aumento dos depósitos das instituições financeiras monetárias no Eurosistema como pela elevação da participação de não residentes na posse de títulos públicos da Alemanha, após o início das turbulências nos mercados financeiros internacionais.

A forma como o comportamento dos bancos da zona do euro contribuiu para a dinâmica dos fluxos de capitais dos países centrais para os PIIGS, entre 2000 e 2013, pode ser verificada a partir do Gráfico 6, que mostra o forte crescimento dos fluxos de capitais dos bancos dos países centrais para os PIIGS até 2007-2008, evidenciando uma maior exposição dos bancos alemães e franceses. Com o início das turbulências nos mercados financeiros internacionais, ocorreu uma reversão dos fluxos de capitais, com os bancos dos países centrais diminuindo suas exposições nos PIIGS, com destaque para os seguintes períodos: quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008; início da crise dos títulos soberanos dos PIIGS, durante o primeiro semestre de 2010; e entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2012, período em que houve forte incerteza em relação aos rumos da crise nesses países, como já analisado pelo comportamento dos *Prime Money Market Funds*.

Merece destaque a rápida deterioração da situação financeira dos bancos da zona do euro com a crise soberana dos PIIGS, que fica evidente pelo descasamento de prazos entre o ativo e o passivo, resultando em problemas de liquidez, bem como pela queda da taxa marginal de alavancagem, com a falta de capital próprio – tanto dos bancos dos países centrais, como Alemanha e França, como dos PIIGS –, como evidenciado pelo teste de *stress* realizado em novembro e dezembro de 2011 (AGLIETTA, 2012). Com isso, a atuação do BCE foi imprescindível para garantir a estabilidade financeira da zona do euro, como será analisado a seguir.

Gráfico 6 - Exposição dos bancos de países centrais nos PIIGS – em bilhões de dólares (2000-2013)



Fonte: BIS. Elaboração própria.

4 Em busca da estabilidade financeira: as operações do Eurosistema, os pacotes de resgate financeiro aos PIIGS e a constituição de uma união bancária

Desde o início da crise financeira que atingiu os bancos e a economia da zona do euro, com o contágio da deflagração da crise do *subprime* nos EUA em setembro de 2008 e, posteriormente, com a crise dos títulos soberanos em 2010, o Eurosistema tem atuado de forma a prover liquidez para os bancos e buscar interromper o círculo vicioso entre bancos e títulos de dívida soberanos. Essa atuação tem sido essencial para o funcionamento dos mercados financeiros da região.

Oficialmente, o BCE justificou as intervenções realizadas no sistema financeiro alegando o seu compromisso em relação à estabilidade de preços, afirmando que o mau funcionamento dos mercados

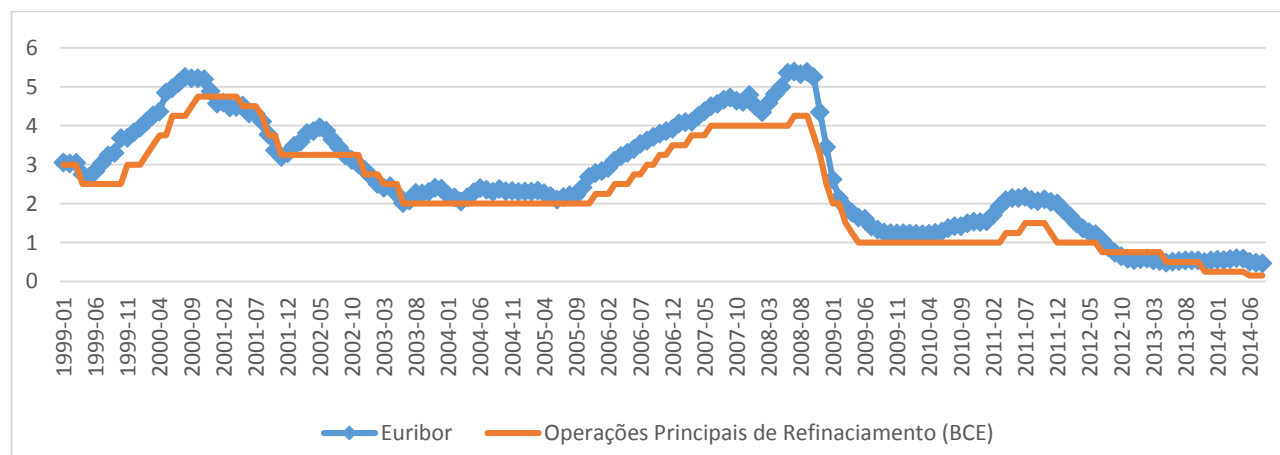
criava barreiras para os mecanismos de transmissão da política monetária²², mantendo a firme convicção que a inflação é um fenômeno puramente monetário e de que a estabilidade de preços seria a prioridade, conforme recomendações do Novo Consenso Macroeconômico (GUTTMAN e PLIHON, 2010).

A prioridade em relação à estabilidade de preços pode ser notada pela variação da taxa de juros do BCE, no Gráfico 7, que se manteve inalterada entre meados de 2007 e 2008, apesar das turbulências nos mercados interbancários, como pode ser visto pelo aumento do *spread* da taxa *euribor* – a taxa interbancária oferecida em euro. Também se destacam o aumento da taxa de juros em julho de 2008, devido aos maiores preços da energia, bem como no início de 2011, quando o BCE achava que o pior da crise já havia passado. Como argumentam Guttman e Plihon (2010), esses eventos criaram dúvidas em relação à capacidade do BCE de entender e lidar com as causas efetivas da crise. Segundo eles, ademais, nesses dois episódios (2008 e 2011) o BCE aumentou a taxa de juros no momento em que o *spread* em relação ao mercado interbancário subiu, denotando um movimento procíclico da política monetária. Essas duas ações de aumentar a taxa de juros – em julho de 2008 e no início de 2011 – foram, posteriormente, seguidas de quedas na taxa de juros, com destaque para o final de 2008, o que reforça o argumento dos autores em relação às dúvidas da capacidade do BCE de entender e admitir a natureza financeira da crise.

A intervenção ocorreu de diversas formas e, principalmente, nos momentos de maior turbulência dos mercados financeiros da zona do euro, a saber: final de 2008, meados de 2010, segundo semestre de 2011 e primeiro semestre de 2012.

Uma forma foi por meio da disponibilização de *funding* em dólares para o sistema financeiro da zona do euro mediante acordos de *swaps* com o *Federal Reserve (Fed)*, além da coordenação com bancos centrais dos países desenvolvidos²³. A dinâmica da interconectividade do sistema financeiro europeu e americano evidenciou a importância dos fundos atacadistas americanos em financiar a posição dos bancos europeus. Com a instabilidade dos sistemas financeiros internacionais, os bancos europeus tiveram dificuldades para obter financiamento em dólares, principalmente nos momentos de maior instabilidade.

Gráfico 7 - Taxa de juros de open-market do BCE (Principais Operações de Refinanciamento) e taxa de juros do mercado interbancário (Euribor), em % a.a. (1999-2014)



Fonte: BCE. Elaboração própria.

Outra forma de atuação ocorreu mediante o relaxamento das exigências em relação aos critérios a partir dos quais um ativo poderia ser utilizado como colateral pelos bancos, aumentando a disponibilidade desses ativos em posse dessas instituições e, conseqüentemente, a capacidade de manter as linhas de financiamento, principalmente com o Eurosistema²⁴. Com a crise global, ocorreu uma forte queda do *rating*

²² <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

²³ Em 26 de setembro de 2008 o BCE, em conjunto com outros bancos centrais dos países desenvolvidos, decidiu oferecer US\$ 35 bilhões em financiamentos com prazo de uma semana para as contrapartes do Eurosistema, contra ativos de garantias elegíveis. Em 27 de janeiro de 2010, o BCE decidiu cancelar as linhas de *swap* temporárias. Em 10 de maio de 2010, com o início da crise dos títulos soberanos na zona do euro, o BCE decidiu reativar as linhas de *swap* em dólares, com prazos de 7 até 84 dias. Em 21 de dezembro de 2010, o BCE decidiu prorrogar as linhas de *swap*.

²⁴ Por exemplo, a disponibilidade de linhas de *swap* em dólar era oferecida pelo BCE em contrapartida com ativos dos bancos que pudessem ser usados como garantias.

dos ativos em posse dos bancos da zona do euro (Tabela 6) – como, por exemplo, dos créditos imobiliários e dos títulos públicos dos PIIGS–, dificultando a capacidade de os bancos oferecerem colaterais para a tomada de financiamento junto ao Eurosistema. Nesse contexto, o BCE atuou de forma a relaxar os critérios de aceitação dos colaterais, facilitando as operações de refinanciamento dos bancos em relação ao Eurosistema, necessárias para manter a estabilidade financeira²⁵.

Tabela 6 - Rating dos títulos emitidos pelos bancos da zona do euro, total – em bilhões de dólares (2007-2012)

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

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

Devido à institucionalidade peculiar da zona do euro, em que os países não possuem soberania monetária e, portanto, não podem garantir o pagamento dos rendimentos dos títulos públicos nacionais – ao mesmo tempo em que o BCE não garante o pagamento de forma contínua –, tornou-se essencial o relaxamento dos critérios de garantia do BCE em relação aos títulos públicos dos países em crise. Nesse sentido, a atuação do BCE foi fundamental para lidar com a natureza financeira da crise dos países da Eurozona, embora insuficiente para evitar a sua transmissão para o “lado produtivo” das economias, especialmente as periféricas – inclusive porque, frise-se, essa tarefa exigiria intervenções não apenas monetárias, mas também fiscais, de forma coordenada.

Além das atuações visando relaxar os critérios de elegibilidade dos colaterais e da disponibilização de *funding*, em dólares, pelas operações de *swaps* cambiais, o Eurosistema também atuou de forma direta, por meio da expansão do seu balanço. Isso ocorreu mediante a concessão de operações de refinanciamento nas operações de mercado aberto (*repos*), com as “Principais Operações de Refinanciamento” e com as “Operações de Refinanciamento de Longo Prazo”, além de programas de compra de *covered bonds*²⁶ (*Purchase program of Covered bonds*) tanto de títulos públicos como de títulos privados, com as operações nos “Títulos mantidos por motivos de política monetária” (Gráfico 8). Vale ressaltar que essas operações ocorreram mediante a contrapartida de utilização de ativos dos bancos como colaterais, o que aumenta a importância da questão do relaxamento das condições de elegibilidade dos ativos.

O Gráfico 8 explicita o aumento do balanço do Eurosistema nos momentos de maior instabilidade dos mercados financeiros internacionais - em setembro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers; no início de 2010, com o início da crise dos títulos soberanos dos PIIGS; e entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2012, com a intensificação das incertezas em relação à crise da zona do euro -, seguidos por uma retração desse balanço, mas de menor intensidade, logo após os momentos de maior instabilidade - entre o final de 2008 até meados de 2009; entre o segundo semestre de 2010 e o primeiro semestre de 2011; e a partir do final de 2012.

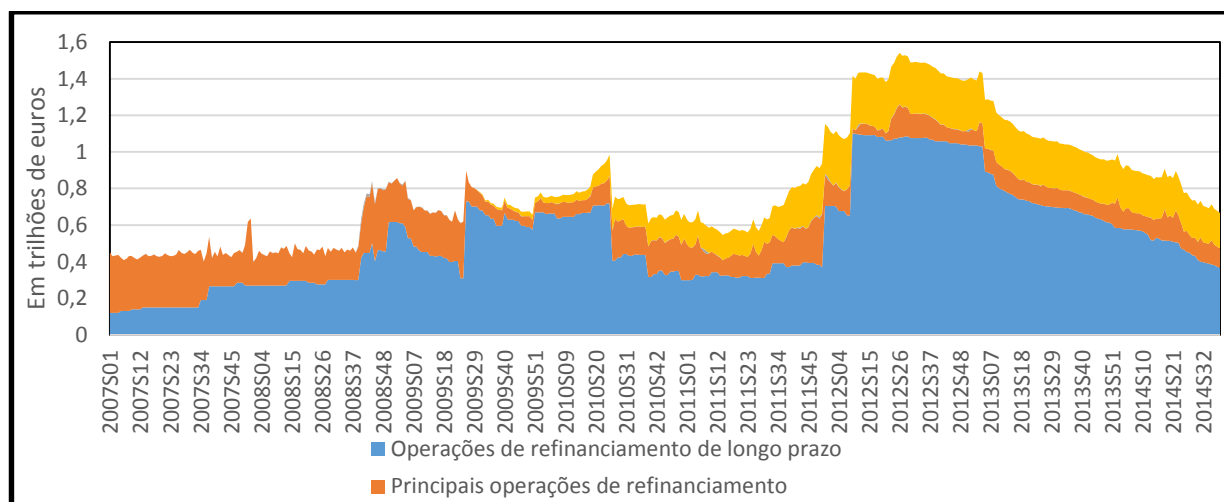
Uma parte da compra de *covered bonds* ocorreu por meio da aquisição de títulos da dívida pública dos PIIGS nos mercados secundários, tanto no segundo trimestre de 2010 como no segundo semestre de 2011, o que pode ser verificado pelo comportamento das operações de “Títulos mantidos por motivos de

²⁵ Em 15 de outubro de 2008, quando o BCE expandiu a lista de ativos que seriam elegíveis como garantia. Em 28 de julho de 2010, na contramão da decisão anterior, o BCE decidiu aumentar a restrição em relação à elegibilidade dos ativos que podem ser utilizados como garantias. Em 9 de fevereiro de 2012, O BCE aprovou para sete bancos centrais (PIIGS, Chipre e França), critérios de elegibilidades nacionais que levassem a um aumento temporário da disponibilidade de garantias. Com a tensão nos mercados de títulos soberanos, a intenção foi fazer com que os bancos que possuíssem esses títulos públicos em seus balanços, pudessem utilizá-los como garantias para operações de refinanciamento com o Eurosistema. Em 28 de fevereiro de 2012 o BCE suspendeu temporariamente a elegibilidade dos títulos públicos gregos, voltando atrás dessa decisão em 8 de março de 2012, evidenciando os problemas decorrentes de não se garantir títulos públicos. Em 20 de julho de 2012, a elegibilidade dos títulos públicos gregos voltou a ser suspensa, sendo novamente aceita em 19 de dezembro de 2012. Entre 28 de junho e 5 de julho de 2013 a elegibilidade dos títulos públicos do Chipre esteve suspensa.

²⁶ *Covered bonds* são instrumentos de dívida, que podem ser garantidos por financiamentos imobiliários ou empréstimos ao setor público.

política monetária” do Eurosistema. Essas operações tinham como objetivo contribuir para a solvência dos títulos públicos dos PIIGS, com o Eurosistema refinanciando parte de suas posições, visando acalmar os mercados financeiros internacionais. Verifica-se que, até meados de 2014, essas operações ainda possuíam relevância no balanço do Eurosistema. É pertinente frisar a importância da compra de *covered bonds* para a manutenção da estabilidade financeira, já que a institucionalidade da política monetária do BCE não permite a compra de títulos públicos por parte da autoridade monetária, com as operações de mercado aberto sendo realizadas estritamente por operações compromissadas.

Gráfico 8 - Balanço do Eurosistema – Ativo, em trilhões de euros (2007-2014)



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

Fonte: BCE. Elaboração própria.

No segundo semestre de 2011 e no início de 2012, a intensificação da crise da zona do euro, denotada pelo comportamento dos *Prime Money Market Funds* (Gráfico 5), resultou em uma intervenção sem precedentes do BCE (Gráfico 8). Por meio das “Operações de refinanciamento de longo prazo”, foram disponibilizados dois empréstimos – em dezembro de 2011 e em março de 2012 – em operações de mercado aberto, para aproximadamente 500 bancos da zona do euro, totalizando uma quantia superior à € 1 trilhão, com o intuito de garantir a liquidez e estimular os bancos a retomar a concessão de empréstimos, de forma a estimular a economia. Entretanto, como mostram Flassbeck e Lapavitsas (2013), os bancos aproveitaram esses empréstimos para refazer suas posições em busca de segurança e liquidez, mantendo as reservas no Eurosistema, com efeito mínimo em termos de aumento da concessão de crédito e de dinamismo da economia, mantendo-a estagnada.

Ao longo da crise, a forma de condução da política monetária nas intervenções de mercado aberto, conduzida pelas “Principais Operações de Refinanciamento”, tipicamente de curto prazo, foram sendo substituídas pelas “Operações de Refinanciamento de Longo Prazo”, ao mesmo tempo em que os prazos dessas últimas foram sendo estendidos (Gráfico 8)²⁷. Isso resultou de um problema central dos portfólios dos bancos durante a crise e que o BCE buscou minimizar, a saber: o descasamento de prazo entre o ativo e o passivo. Como já indicado, um dos grandes problemas dos bancos no momento de reversão das expectativas foi a grande exposição aos *money market* atacadistas, predominantemente de curto prazo, o que fez com que o Eurosistema internalizasse esse mercado em seu balanço. Nesse sentido, apesar das inúmeras afirmações das autoridades do BCE de que o objetivo das intervenções sempre foi o de manter em funcionamento os mecanismos de transmissão da política monetária, visando a estabilidade de preços,

²⁷ O prazo de liquidação das operações de longo prazo variava entre um e três meses. Com a intensificação da crise esses prazos foram se estendendo, atingindo um ano em 2009 e 36 meses em março de 2012.

a análise realizada permite afirmar que a sua atuação buscou, efetivamente, preservar a estabilidade financeira, mediante concessão de liquidez de longo prazo para as instituições financeiras²⁸.

Ainda dentro do Eurosistema, e somado à atuação do BCE, os bancos da zona do euro receberam crédito não apenas em operações de política monetária, mas também mediante aporte dos bancos centrais nacionais, via *emergency liquidity assistance* (ELA). A responsabilidade pela provisão do ELA se restringe ao banco central nacional em questão, significando que os custos e riscos estão concentrados no banco central de determinado país²⁹ (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2013). De acordo com Rixtel e Gasperini (2013), até 2013 Grécia e Irlanda haviam recebido aportes de € 101 bilhões e de € 38 bilhões, respectivamente, o que evidencia a importância dessa forma de financiamento.

Com a intensificação da crise dos títulos soberanos dos PIIGS e os rumores de possibilidade de ruptura da zona do euro, o presidente do BCE, Mário Draghi (2012), realizou um discurso, procurando acalmar as expectativas em relação a essa ruptura. Argumentando a importância de diminuir os *spreads* dos títulos soberanos dos PIIGS para manter o funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária, Draghi (2012) procurou garantir que o BCE iria atuar de forma a comprar títulos públicos dos países em crise, caso necessário³⁰.

Em agosto de 2012, o BCE anunciou o *Outright Monetary Transaction* (OMT), instrumento para a compra de títulos soberanos nos mercados secundários³¹ dos países em crise, sem estabelecer limites quantitativos do tamanho das operações que poderiam ser realizadas para resguardar e garantir os títulos soberanos que apresentassem instabilidade. Novamente, percebe-se a atuação do BCE sendo realizada devido ao problema institucional já mencionado, referente à proibição de compra de títulos públicos de forma definitiva, com as operações de mercado aberto sendo realizadas por operações compromissadas.

Conjuntamente com o discurso de Draghi, essas duas ações lograram acalmar os mercados financeiros da região em relação aos temores de calotes nesses títulos por parte de alguns países, pelo menos no curto prazo. É importante ressaltar o efeito dessas medidas sobre as expectativas dos agentes, já que apenas com esses anúncios os mercados financeiros diminuíram as incertezas em relação aos títulos soberanos, com a diminuição das suas taxas de rendimento, sem que o OMT fosse colocado em prática.

Somado à atuação do Eurosistema, a *Troika*³² concedeu pacotes de resgate financeiro para os PIIGS, com o intuito de manter a estabilidade financeira da zona do euro, via o *European Financial Stability Facility* (EFSF) e o *European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM), criados em 2010, que foram substituídos, em 2012, pelo *European Stability Mechanism* (ESM)³³, este último com caráter permanente (EUROPEAN COMMISSION, 2010; EUROPEAN COUNCIL, 2011). Esses mecanismos foram criados com o objetivo de conceder auxílio financeiro, por meio de empréstimos, para os Estados Nacionais da região que não tivessem mais em condições, devido à situação fiscal do país, de conceder operações de salvamento ao sistema financeiro nacional (GROS e SCHOENMAKER, 2014).

²⁸ Vale notar que ao contrário dos comunicados do BCE, em que se reitera a importância das operações para manter os mecanismos de transmissão da política monetária, no discurso de Draghi (2012), o presidente do BCE reafirma a importância das duas grandes operações de refinanciamento de longo prazo para injetar liquidez e minimizar o risco de liquidez, ao mesmo tempo em que se procura afirmar que o BCE não tem como resolver os problemas de falta de capital. Isso passa uma mensagem clara de que o BCE irá atuar no que diz respeito à liquidez, mas não em relação à solvência. O problema dessa forma, contudo, é que nos momentos de crise, pode ser muito difícil delimitar uma linha entre um banco ilíquido e um banco insolvente.

²⁹ O artigo 14.4 do Estatuto do Eurosistema, afirma que o BCE pode restringir o ELA dos bancos centrais nacionais, caso essas operações interfiram nos objetivos e responsabilidades do Eurosistema (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2013).

³⁰ Segundo Draghi (2012), “When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, and perhaps the crisis of the euro... (They) underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro... We think the euro is irreversible... Within our mandate, **the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro**. And believe me, it will be enough. (grifo nosso).

³¹ Novamente, sempre argumentando que a política adotada visava resguardar os mecanismos de transmissão da política monetária. Vale ressaltar que dizer que os problemas nos mercados financeiros criam empecilhos para os mecanismos de transmissão da política monetária não é uma mentira. Entretanto, focar apenas na questão dos mecanismos de transmissão da política monetária e não na questão da estabilidade financeira, pode ser considerada como uma “meia verdade”.

³² Expressão designada para a atuação conjunta do BCE, Comissão Europeia e FMI.

³³ Para a criação da institucionalidade dessas operações de resgate aos países membros, o Conselho Europeu aderiu ao Artigo 136 do Tratado da UEM, o seguinte parágrafo: “*The Member States whose currency is the euro may establish a stability mechanism to be activated if indispensable to safeguard the stability of the euro area as a whole. The granting of any required financial assistance under the mechanism will be made subject to strict conditionality*” (European Council, 2011, p. 21).

Ao contrário das operações diretas do Eurosistema com os bancos, os pacotes de resgate financeiro da *Troika* podem ser considerados como empréstimos indiretos para os bancos, via Estado Nacional dos países em crise. Devido à institucionalidade do euro, em que os Estados Nacionais não possuem soberania sobre a emissão da moeda utilizada em território nacional e, portanto, de limites de atuação para o salvamento do sistema financeiro, os pacotes de resgate financeiro foram cruciais para manter a estabilidade financeira e a própria sobrevivência do euro (conjuntamente com a atuação do Eurosistema).

No que diz respeito aos PIIGS, foram concedidos pacotes de resgate financeiro da seguinte forma: i) para a Grécia, em maio de 2010 e em fevereiro de 2012, com um aporte financeiro de € 110 bilhões e € 130 bilhões, respectivamente. No pacote de 2012, além do aporte financeiro, foi definida uma redução de 53,5% no valor de face dos títulos soberanos gregos elegíveis em posse dos investidores privados. Essas medidas foram realizadas visando restaurar a confiança no problema principal do país para a crise, a questão fiscal (EUROBANK RESEARCH, 2012); ii) para a Irlanda, em dezembro de 2010, com um aporte financeiro de € 85 bilhões, com o intuito principal de garantir liquidez para os bancos (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2010); iii) para Portugal, em maio de 2011, com empréstimos para o país totalizando € 78 bilhões, visando restaurar a confiança na economia do país, considerada fraca e não-competitiva, além de incorrer em altos déficits fiscais (COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2011); e 4) para a Espanha, em junho de 2012, com um aporte financeiro superior a € 100 bilhões, devido à necessidade de reestruturação e de garantir a liquidez dos bancos.

Com o intuito de contribuir para a manutenção da estabilidade financeira e de diminuir as chances de novas crises financeiras na zona do euro, em 2012, a Comissão Europeia propôs a criação de uma união bancária, que seria composta por três pilares: i) o Mecanismo Único de Supervisão (MUS)³⁴, em que a supervisão das instituições de crédito ocorreria em âmbito regional, e não mais em nível nacional; ii) o Mecanismo Único de Resolução (MUR)³⁵, em que as atuações contra crises financeiras na região ocorreriam de forma conjunta e coordenada, ao contrário das intervenções nacionais e descoordenadas; e iii) um sistema unificado de garantias de depósitos, para que não ocorra fuga de depósitos entre países internos à região, como ocorreu ao longo da crise (GROS e SCHOENMAKER, 2014; EUROPEAN COMMISSION, 2012). Nesse Relatório, a Comissão Europeia definiu os parâmetros do primeiro pilar, o MUS, unificando a supervisão das instituições de crédito, que teve início em novembro de 2014. Em relação aos outros dois pilares, apenas ressaltou a importância de avançá-los posteriormente, para se alcançar uma união bancária total. Com o MUS, o BCE, por meio de critérios de tamanho e de importância econômica das instituições, adquiriu o controle sobre a supervisão de cerca de 85% do sistema bancário da zona do euro, incluindo os 100 maiores bancos da região³⁶. De acordo com Avgouleas e Arner (2013), a decisão de restringir o MUS para bancos de “importância sistêmica” pode resultar em problemas, já que a crise mostrou que “abalos sistêmicos” nos mercados financeiros podem se iniciar pela quebra de bancos de pequeno e de médio porte, como no caso do Northern Rock e das *Cajas* espanholas³⁷. Plihon (2014) ainda argumenta que, apesar de alguns avanços na questão da supervisão regional, algumas causas centrais da crise, como por exemplo o modelo universal de bancos e o SBS, ainda não foram discutidas e reformadas. Somado a isso, também há problemas em relação às regras que permeiam a supervisão bancária, tais como: efeitos procíclicos, inexistência de uma supervisão macroprudencial, falta de regulação da liquidez, muita ênfase nos requerimentos de capital e supervisão prudencial focada apenas nos bancos.

O avanço dos outros dois pilares tem se mostrado muito mais complicado, resultando em dúvidas em relação à viabilidade e funcionalidade da união bancária na região. A forma como o MUR e os seguros de depósitos serão financiados estão entre as maiores dificuldades para se avançar na constituição da união bancária total. A proposição de 2013 em relação ao MUR (EUROPEAN COMMISSION, 2013), de criação de um fundo comum de resolução, tem sido fortemente criticada por importantes membros, principalmente pela Alemanha, com a visão de não aceitar que os pagadores de impostos alemães arquem com as crises

³⁴ *Single Supervisory Mechanism (SSM)*, em inglês.

³⁵ *Single Resolution Mechanism (SRM)*, em inglês.

³⁶ Informações retiradas da cronologia do MUS em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2013/html/index.en.html>

³⁷ Além disso, o MUS não inclui a supervisão dos bancos do Reino Unido. Apesar de não estar na zona do euro, a cidade de Londres é o centro financeiro mais importante da Europa.

financeiras bilionárias dos PIIGS, além de querer preservar a autonomia nacional de poder de resolução no país (GROS e SCHOENMAKER, 2014). Portanto, no que diz respeito à consolidação da união bancária, não há indícios de que ocorra uma união bancária total.

5 Considerações finais

O artigo analisou a instabilidade financeira da zona do Euro, em especial a crise dos títulos soberanos dos PIIGS, à luz da abordagem minskiana e considerando as deficiências da institucionalidade do Eurosistema. Pode-se concluir que a existência de uma tessitura institucional rígida, que restringe a realização de políticas monetária e cambial anticíclicas por parte das economias nacionais, em um contexto de elevada liberalização e desregulamentação dos mercados, concorreu para potenciar o efeito contágio da crise deflagrada nos Estados Unidos, no início do terceiro trimestre de 2008, sobre as economias da Eurozona, com destaque aos PIIGS.

O artigo mostrou que o período de expansão que precedeu a instabilidade financeira da zona do euro e a crise dos PIIGS concorreu para fragilizar a estrutura financeira das economias da região, ainda que em diferentes intensidades. A análise do comportamento do sistema financeiro entre 2000 e 2013 evidenciou esse processo. O contexto de bonança ocultou as deficiências da institucionalidade da moeda única, tendo permitido um crescimento acelerado de muitas economias da região. Com a deflagração da instabilidade financeira a partir do terceiro trimestre de 2008, no entanto, essas deficiências se tornaram evidentes, especialmente para as economias mais frágeis da zona do Euro.

A crise mostrou, efetivamente, a existência de vários euros, ao invés de apenas um, em vista do descolamento das taxas de juros das economias mais afetadas em relação à taxa de juros da economia alemã. Explicitou, ainda, a natureza originalmente financeira da crise e a incapacidade de a institucionalidade do Eurosistema lidar adequadamente com os contextos de instabilidade, tornando o ajuste deflacionário inevitável para muitas economias da região.

As intervenções realizadas pelo Eurosistema no mercado financeiro certamente contribuíram para evitar uma grande depressão na região como um todo, embora tenham se mostrado insuficientes para evitar a retração abrupta do produto e o expressivo aumento do desemprego em muitas economias da região, com destaque aos PIIGS. Mostra-se, pois, evidente a necessidade de se repensar a institucionalidade do euro, de sorte a torná-la mais compatível com a instabilidade estrutural do capitalismo contemporâneo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (2012) *The European Vortex*. New Left Review 75, London.
- ALLEN, W.; MOESSNER, R. (2012) *The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis*. BIS Working Papers No 390.
- ANGELONI, I.; GASPARI, V.; ISSING, O.; TRISTANI, O. (2004) *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision Making at the European Central Bank*. Cambridge University Press.
- BELLUZZO, L. G. (2013) *As Transformações no Sistema Monetário Internacional* (PREFÁCIO). Org. Cintra, M. e Martins, A. IPEA
- BELLUZZO, L.; COUTINHO, L. (1998) “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade* (11).
- BLIKSTAD, N. (2015) *O projeto de integração europeu e a crise da zona do euro (2007-2013)*. Dissertação de mestrado. IE-UNICAMP. Campinas.
- CGFS - COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2011) *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*. CGFS Papers No 43.
- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2011) *Council approves aid to Portugal, sets out conditions*. PRESSE 132. Brussels, 17 May 2011.
- _____ (2010) *Council Implementing Decision on granting Union financial assistance to Ireland*. Interinstitutional File: 2010 /0351 (NLE). Brussels, 7 December 2010.
- DE GRAUWE, P. (2011) *They European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?* CEFifo Working Papers No. 3569

- DRAGHI, M. (2012) *Speech at the Global Investment Conference in London*. European Central Bank.
- EEAG – European Economic Advisory Group (2011). *A new crisis mechanism for the euro area*. The EEAG report on the European Economy. Munich: CESifo.
- EUROBANK RESEARCH (2012) *Eurogroup endorses second bailout package for Greece: Key parameters and conditionality*. Greece Macto Monitor, February 21, 2012.
- EUROPEAN COMMISSION (2012) *A Roadmap towards a Banking Union*. Brussels.
- _____ (2010) *European Stability Mechanism*. Brussels
- _____ (2013) *Proposal for a single resolution mechanism for the banking union*. COM(2013) 520 final, Brussels
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2013) *ELA procedures*. 17 October 2013.
- EUROPEAN COUNCIL (2011) *General Secretariat of the Council: Conclusions*. Brussels, 20 April.
- FLASSBECK, H.; LAPAVITSAS, C. (2013) *The systemic crisis of the euro – true causes and effective therapies*. Rosa Luxemburg Stiftung.
- FREITAS, M. (2011) *A Crise da Zona do Euro*. Boletim de Economia 10. Fundap.
- GOODHART, C. (1998). *Two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas*. European Journal of Political Economics, 1:407{32.
- GROS, D.; SCHOENMAKER, D. (2014) *European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union*. Journal of Common Market Studies.
- GUTTMANN, R.; PLIHON, D. (2010) *Whither the Euro? History and Crisis of Europe's Single-Currency Project*. Université Paris-Nord, 2010.
- KEYNES, J. M. (1937). *A teoria ex ante da taxa de juros*. In: IPEA. *Clássicos da literatura econômica*. Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p.335-341.
- KREGEL, J. (1997) *Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility*. Journal of Economic Issues. Vol. XXXI, No. 2
- LAVOIE, M. (2014) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing Limited.
- MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____ (1982) *Can it Happen Again?* M.E. Sharpe, inc. Armonk, New York.
- _____ (1975) *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- OLIVEIRA, G; DEOS, S.; WOLF, P. (2012) *A crise europeia e os limites do ajuste deflacionário*. In: MODENESI, A.; PRATES, D.; OREIRO, J.; PAULA, L.; RESENDE, M. *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Associação Keynesiana Brasileira. Editora Campus
- RIXTEL, A.; GASPERINI, G. (2013) *Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area*. BIS Working Paper No 406.
- SHELLER, H. (2006) *O Banco Central Europeu: História, Papel e Funções*. Banco Central Europeu, Eurosistema.
- TOPOROWSKI, J. (2013) *International credit, financial integration and the euro*. Cambridge Journal of Economics, 37.
- WRAY, R (2012) *Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Palgrave Macmillan.