



Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais

ENSAIOS DO IEEI

Número 11

REFLEXÕES ACERCA DA CRISE DA ZONA EURO

LUIZ AFONSO SIMOENS DA SILVA

São Paulo, janeiro de 2012



**Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais**

O Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais (IEEI-UNESP) é um centro multidisciplinar de análises e pesquisas sobre as questões econômicas e internacionais, congregando especialistas de diversas áreas para promover e enriquecer o debate dessas questões, produzir e divulgar trabalhos e promover parcerias com entidades públicas e privadas nas diversas atividades pertinentes ao seu objeto de atuação.

URL: <http://www.ieei-unesp.com.br>

ENSAIOS DO IEEI

Publicação que objetiva divulgar os resultados dos estudos realizados no Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais.

Conselho Editorial

Andrés Serbin (CRIES/Argentina)
Carlos E. Lins da Silva (IEEI-UNESP)
Carlos Oliva Campos (UH/Cuba)
Clodoaldo Bueno (IEEI-UNESP)
Feliciano Garcia Aguirre (UV/México)
Gary Prevost (Stjohns/EUA)
Harry Vanden (USF/EUA)
Lenina Pomeranz (USP e IEEI-UNESP)
Luis Fernando Ayerbe (IEEI-UNESP)
Marcos Cordeiro (IEEI-UNESP)
Marta Loza (UDG/México)
Sandra Colombo (UNICEN/Argentina)
Tullo Vigevani (IEEI-UNESP)

As opiniões divulgadas nesta publicação são de inteira responsabilidade de seu(s) autor(es).

É permitida a reprodução, desde que seja citada a fonte.

ISSN 2176-8773

ENSAIOS DO IEEI

Número 11

REFLEXÕES ACERCA DA CRISE DA ZONA EURO¹

LUIS AFONSO SIMOENS DA SILVA²

¹ Trabalho entregue com informações disponíveis até dezembro de 2011.

² Mestre em Finanças pela EAESP/FGV, Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Unicamp. Professor do Curso de Especialização em Negociações Internacionais da UNESP/PUC/UNICAMP, pesquisador do Instituto de Estudos de Economia Internacional (IEEI/UNESP) e membro do Grupo de Conjuntura Internacional (GACINT) da USP.

ÍNDICE

Introdução	5
Um breve histórico do 2º semestre de 2011	5
A solução pela retomada do crescimento econômico	14
A solução fiscal ou recessiva	16
A solução monetária ou inflacionária	20
As saídas para a Zona Euro	25
Referências Bibliográficas	32

Introdução

O objetivo deste ensaio é entender porque a crise na Zona Euro se agravou no 2º semestre de 2011 e porque as autoridades europeias demoraram a agir, tendo de optar por retorno ao crescimento econômico, por consolidação fiscal (abordagem recessiva) ou por política monetária (abordagem inflacionária). Para tanto, é necessário estimar o tamanho do problema e a falta de recursos para enfrentá-lo. Finalmente, à luz do desencontro de visões dentro da União Europeia, analisar os passos que vêm sendo dados e especular acerca das possíveis saídas para a Zona Euro.

Um breve histórico do 2º semestre de 2011

Por alguns momentos, após o dia 21 de julho de 2011, pareceu que tinha havido avanços na questão da periferia da Zona Euro, particularmente na Grécia. Na reunião dos líderes europeus na Cúpula de Bruxelas daquela data, foi aprovado um pacote multilateral de socorro financeiro para a Grécia da ordem de € 159 bilhões, que envolveu empréstimos da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI), promessas de privatizações e de renegociação de dívida com os bancos privados. A Cúpula também prorrogou o vencimento dos empréstimos da Grécia, Irlanda e Portugal e reduziu as taxas de juros cobradas para aliviar o serviço de suas dívidas.

Mais importante, ao reconhecer que o problema grego era de insolvência, não de liquidez, os chefes de Estado da região apoiaram o retorno ao crescimento econômico e garantiram que mesmo que a classificação dos títulos do governo grego passasse a ser de inadimplência seletiva, os bancos do país não perderiam seu acesso à liquidez³.

Alemães e franceses se imaginaram cada um o responsável pelo que parecia ser uma vitória contra os mercados. Os franceses, porque o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (EFSF, na sigla em inglês) deixou de ser um instrumento transitório e se transformou num mecanismo permanente de socorro aos países-membros, passando a ter acesso a recursos expressivos e ampliando seu poder de intervenção nos mercados de títulos. Com isso, o EFSF poderia usar esses recursos para proteger os sistemas bancários em risco de colapso e comprar os títulos dos países problemáticos. Os

³ Ver Silva (2011:9-10)

alemães, porque impuseram maior centralização fiscal e aprovaram a participação de investidores privados nos custos do resgate.

E, no entanto, os meses subsequentes se encarregaram de colocar lenha numa fogueira que se pretendia extinguir. O que se viu foram os rebaixamentos das classificações de risco dos papéis das dívidas espanhola e italiana, ameaça de fazer o mesmo com os papéis da França e dos principais bancos franceses e alemães. Em 13 de outubro, cerca de dois meses e meio após a Cúpula de Bruxelas, a Eslováquia se tornou o último país a aprovar o montante de € 440 bilhões de recursos para o EFSF, tornando unânime a decisão entre os países-membros. Apesar de menos de três meses haverem passado entre a Cúpula e a aprovação dos parlamentos nacionais, o pacote ficou pequeno porque, desde agosto, o mercado começou a exigir a escalada daquele montante para inimagináveis € 2/3 trilhões.

O centro da discussão está, indubitavelmente, numa queda de braços entre os governos centrais da Zona Euro e os mercados. Uma síntese de suas diferenças está no que alguns analistas de mercado têm chamado de *loop reverso*, o círculo executado pelos acrobatas aéreos: a crise financeira obrigou os Estados nacionais a aportarem recursos gigantescos nos sistemas bancários privados, em 2008-2009. De 2010 em diante, as preocupações monetárias começaram a ser substituídas por temores fiscais: as economias avançadas dos Estados Unidos e Europa começaram a mostrar um aumento importante do endividamento público em relação ao PIB e a exibir déficits orçamentários crescentes. A expectativa, ainda assim, era de que o esforço público seria capaz de impedir uma recessão grave na economia mundial.

Em 2011, problemas entre os partidos políticos americanos, a agudização da crise europeia e uma eventual desaceleração da economia chinesa, por conta de aceleração inflacionária e desequilíbrios no sistema financeiro doméstico, reverteram as expectativas dos mercados. Estes passaram a acreditar num longo período futuro de baixo crescimento e que os elevados déficits fiscais se converteriam em crise de dívida soberana. Numa situação em que as nações da Zona Euro estão - prematuramente, segundo seus críticos - se comprometendo a baixar seus déficits para, no máximo, 3% dos produtos nacionais, não haveria mais espaço para socorrer bancos e Estados falidos. Em síntese: crise financeira gerou crise de dívida soberana, cujos Estados nacionais são

chamados, de novo, a socorrer os sistemas financeiros. O *loop reverso* se completa ou não se completa por falta de potência nos motores?

Até o primeiro semestre de 2011, embora a imprensa internacional já falasse da situação de outras economias periféricas da União Europeia e do próprio sistema bancário europeu, o foco estava na Grécia que, a despeito de ter assinado um *Stand-by Arrangement* com o FMI, era considerada “a bola da vez”. No início do segundo semestre, em julho de 2011, o FMI fez a 4ª. Revisão do *Stand-by Arrangement* com a Grécia (IMF Report nº 11/175), que destacava alguns indicadores macroeconômicos daquele país. A tabela 1 mostra que, à medida que novas revisões foram feitas, os indicadores pioraram. O PIB e o investimento do país caem a taxas maiores que as esperadas, o déficit público continua em patamares muito elevados e persiste o déficit primário, quando o programa depende da geração de um superávit primário que permita à Grécia honrar sua dívida. A dívida do governo central cresce e as contas externas continuam fora de controle.

TABELA 1
INDICADORES SELECIONADOS DA GRÉCIA

		2006	2007	2008	2009	2010	2011 programado ¹	2011 programado ²	2011 projetado ²
Taxa de crescimento real PIB	% ao ano	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	-2,6	-3,0	-3,9
inflação (CPI médio)	% ao ano	3,3	3	4,2	1,3	4,7	-0,4	2,4	2,9
Investimento (FBCF)	% ao ano	10,6	5,5	-7,5	-11,2	-16,5	-11,8	-7,5	-8,8
Taxa de desemprego	%	8,9	8,3	7,7	9,4	12,5	14,6	14,8	15,8
dívida governo central	% do PIB	106	105	111	127	143	145	153	166
déficit público (emprést.públ.gov)	% do PIB	6,1	6,7	9,8	15,5	10,4	7,6	7,5	7,6
Déficit primário	% do PIB	1,5	2,0	4,8	10,3	4,9	-0,9	0,9	0,8
Déficit em conta corrente	% do PIB	11,2	14,4	14,7	11,0	10,4	7,1	8,2	8,2

¹/programado na 3a. Revisão do SBA, em março de 2011.

²/ programado na 4a. Revisão do SBA, em julho de 2011.

fontes: Stand-by Arrangements, 3a e 4a Revisões do SBA, de março e julho de 2011.

Pior que isso: dados trimestrais levantados pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) apontam para números distintos⁴. A projeção para o PIB, por exemplo, é de queda de 5,5% para 2011, que é muito superior aos 3,9% projetados pelo FMI. Isso diminui a possibilidade de que a Grécia consiga cumprir uma queda do déficit público de 10,4% para 7,6% no ano. A taxa de desemprego anual, em julho de 2011, estava em 17,6%, superior aos 15,8% projetados pelo FMI para o ano. A inflação, acumulada em 12 meses em outubro, estava em linha com o projetado pelo

⁴ Indicadores colhidos no site da Eurostat em 21.11.2011.

FMI. A taxa de investimento deve diminuir 8,8% no ano. Não é surpreendente a crescente pressão que os mercados exercem sobre o país.

Paralelamente à situação da Grécia, em agosto de 2011 começaram a vazar análises do FMI acerca da situação dos bancos europeus, o que provocou acalorado debate entre a instituição e autoridades nacionais da Zona Euro e do Banco Central Europeu (BCE). O presidente do BCE, Claude Trichet (30.08.11: A15), afirmou que testes de estresse revelaram que falharam apenas oito de noventa bancos europeus - cinco espanhóis, dois gregos e um austríaco -, por terem menos de 5% de capital de melhor nível.

Em setembro de 2011, quando os bancos já paravam de conceder créditos entre si, saiu a publicação semestral *Global Financial Stability Report*, onde o Fundo usou as cotações dos *swaps* de risco de crédito (*Credit Default Swaps- CDS*) para estimar a perda de valor de mercado dos títulos dos governos da Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha, Itália e Bélgica (FMI/GFSR, set.11: IX). No seu entendimento, a marcação a mercado dos títulos soberanos dos governos da região teriam rebatimentos importantes no capital dos bancos europeus, que detêm volumes significativos desses bônus. Como consequência, o capital desses bancos se reduziria em cerca de € 200 bilhões (US\$ 287 bilhões) equivalentes a algo entre 10% e 12% do total. Se a esse montante fossem somadas as exposições no crédito interbancário, o aumento de capital teria de chegar a € 300 bilhões (US\$ 430 bilhões). Em entrevista à revista *Der Spiegel* (06.09.11), Christine Lagarde, diretora-gerente do FMI, sugeriu recapitalização bancária, consolidação fiscal e medidas intensivas de crescimento, ainda que sem explicitar a forma de compatibilizar tais metas.

Autoridades europeias, governos e BCE prontamente contestaram a abordagem do FMI. Elena Salgado, ministra das Finanças da Espanha, por exemplo, considerou o FMI errado em registrar somente prejuízos potenciais, “sem levar em conta os ‘bunds’ alemães, que subiram de preço, existentes em suas carteiras de ativos”. Essa seria a segunda vez que o FMI teria usado uma metodologia errada. Salgado referia-se ao relatório de outubro de 2009, “que estimava que os bancos da zona do euro tinham depreciado apenas US\$ 347 bilhões dos US\$ 814 bilhões em prováveis prejuízos decorrentes da crise financeira”. Posteriormente, o Fundo teria revisado os números, reduzindo-os em 25%, segundo o jornal *Valor Econômico* (01.09.2011: C2).

É possível que a marcação a mercado magnifique as perdas bancárias, por serem feitas em cima de estimativas de *hedge funds*. Apesar dessas questões metodológicas, o *Global Financial Stability Report* do FMI tem sido a principal publicação a acompanhar e medir os riscos sistêmicos decorrentes da crise financeira desde 2007, a estimar os potenciais cancelamentos de créditos “podres” e o esforço necessário de capitalização do sistema financeiro para diminuir a alavancagem dos bancos.

Por conta dos cancelamentos previstos entre 2008-2010, o FMI estimava que o capital extraordinário necessário para reduzir a alavancagem do sistema para 25 vezes, consistente com um capital próprio da ordem de 4% do total de ativos, exigiria uma injeção de US\$ 875 bilhões (43% na Europa, 31% nos Estados Unidos, 14% no Reino Unido e 11% em outros países europeus). Se a redução da alavancagem fosse para 17 vezes, com um capital próprio de cerca de 6% dos ativos, a capitalização adicional terá de ser de US\$ 1.475 bilhões (43% na Europa, 29% nos Estados Unidos, 15% no Reino Unido e 13% em outros países europeus). Os bancos europeus já eram vistos como os mais descapitalizados, por seu forte envolvimento com os países da Europa do Leste e com sua própria periferia.

Na revisão de abril de 2010, as estimativas de cancelamento recuaram, pela primeira vez, de US\$ 2,8 trilhões para US\$ 2,3 trilhões e na de outubro de 2010, para R\$ 2,2 trilhões (tabela 2). Os números mostraram progresso na realização desses cancelamentos: 40% em bancos americanos, 28% em bancos da Zona Euro e 20% em bancos do Reino Unido. O FMI (out.10, p. 13/15) informou que mais de três quartos dos cancelamentos já teriam sido relatados, faltando apenas informar cancelamentos ou provisões adicionais de US\$ 551 bilhões, que deveriam ser feitas até o final de 2010.

TABELA 2
ESTIMATIVAS DE POTENCIAIS CANCELAMENTOS (EMPRÉSTIMOS E TÍTULOS) - 2007-2010
posição em outubro de 2010
US\$ bilhões

	estim.canc em out.09 (I)	canc.real 2007Q2/10Q2	canc.adic. 2010Q3/10Q4	estim.canc.2010 em out.10 (II)	% do total de (II)	diferença (III)= (I)-(II)
Bancos dos Estados Unidos	1.025	709	170	879	40	146
Bancos do Reino Unido	604	375	57	432	20	173
Bancos da Área do Euro	813	472	158	630	28	183
Bancos de outros países da Europa ¹	201	82	74	156	7	45
Bancos da Ásia ²	166	23	92	115	5	51
Total	2.809	1.661	551	2.212	100	597

^{1/} Dinamarca, Noruega, Islândia, Suécia e Suíça.

^{2/} Austrália, Hong Kong, Japão, Nova Zelândia e Cingapura.

fonte: Global Financial Stability Report, FMI, maio e outubro de 2010.

O ajuste dos sistemas bancários não foi uniforme, porém. Nos Estados Unidos, a maior fonte de recursos para capitalização veio de oferta pública de ações (63%) e de capitais privados (23%), com recapitalização governamental de apenas 14%. Na Europa, refletindo diferenças culturais marcadas, predominou o apoio governamental: 49% no Reino Unido e 53% na Zona Euro. A oferta pública de ações foi, respectivamente, de 40% e 45%, restando 11% e 2% para outros capitais privados. Com isso, a razão dos capitais de melhor qualidade, capital próprio do banco sobre os ativos ponderados pelo risco, subiu nos Estados Unidos de 8,1%, em 2007, para 11%, em 2009; no Reino Unido, de 7,9% para 9,5%; e na Zona Euro, de 8,3% para 10,1%.

O FMI, porém, já detectava um aumento de risco na Zona Euro, depois de seu relatório de abril de 2010 (FMI/GFSR, out.2010 e set.2011). Apesar dos ajustes fiscais empreendidos por economias vulneráveis da região, a confiança ainda não teria sido restaurada e persistiam vulnerabilidades, particularmente ligadas aos riscos soberanos e a solidez dos sistemas bancários. O transbordamento dos riscos soberanos para o setor bancário foi amplificado por meio de uma rede de instituições financeiras altamente interconectadas e alavancadas. Nos Estados Unidos, desconfianças continuavam a cercar os balanços das companhias e mercados imobiliários. Como consequência, desde abril de 2010 tem subido o custo da proteção dada pelos *Credit Default Swap (CDS)*, um seguro contra perdas por falta de pagamento, para as instituições financeiras. Como consequência de suas vulnerabilidades, os balanços dos bancos permaneciam fragilizados, particularmente com relação à maturidade de seus passivos. Como resultado, mais de US\$ 4 trilhões de dívida teriam de ser refinanciados nos próximos dois anos, 2011-2012, mais de 40% dos quais na Zona Euro.

Em 2011, uma questão estrutural conhecida pelos analistas ficou clara para os mercados: há diferenças entre os sistemas financeiros de crédito na Europa e o sistema financeiro de mercado dos Estados Unidos. Moreira (2011: C10) citou estimativas do Instituto Internacional de Finanças (IIF, na sigla em inglês) que mencionaram que os bancos europeus mantinham € 3 trilhões de títulos de dívida de governos durante a crise de dívida soberana, que representavam cerca de 8% de seus ativos globais. Os bancos americanos, por sua vez, tinham apenas US\$ 428 bilhões (3,2% dos ativos totais) de exposição: US\$ 163 bilhões (1,2%) em títulos do Tesouro americano e US\$ 265 bilhões (2%) em títulos de dívida estrangeira, onde apenas parte em papeis de dívida soberana.

Veron (2011:3) também afirmou que a dificuldade em levar bancos à falência e reestruturar o setor bancário se deve, basicamente, ao fato de que os bancos são, comparativamente ao tamanho de suas economias, muito maiores na Europa que na América. Ele cita dados de 2009 do Banco de Compensações Internacionais (BIS), onde os ativos agregados dos três maiores bancos representavam 406% do PIB na Holanda, 336% no Reino Unido, 334% na Suécia, 250% na França, 189% na Espanha, 121% na Itália e 118% na Alemanha. No Japão, porém, essa relação não ia além de 92% do PIB e, apenas, 43% do PIB nos Estados Unidos.

Explicação para isso se deve à constatação de que os bancos universais europeus cumprem um papel maior na intermediação financeira, uma vez que, nos Estados Unidos, intermediários financeiros não bancários e mercado de capitais fornecem uma proporção maior do total de capital e crédito. Além disso, os bancos europeus se expandiram agressivamente na esfera internacional, ainda que suas atividades sejam apoiadas pelos pagadores de tributos no país de origem. Na média, os maiores bancos europeus têm 57% de suas atividades no exterior, no resto da Europa e do mundo em proporções iguais, enquanto a média americana não supera 22%.

Os primeiros sinais de criação de um sistema financeiro de mercado apareceram em 1960 nos Estados Unidos e Canadá, com o início de transações com notas promissórias (*commercial papers*). Esse mercado se desenvolveu na França em 1985, no Reino Unido em 1986, no Japão em 1987 e na Alemanha em 1991, conforme Cardim de Carvalho (2007:255). O processo tomou velocidade na década de 1980, com a emergência de investidores institucionais e com uma série de inovações financeiras, que favoreceram a universalização dos bancos e a internacionalização das transações nos mercados de capitais.

A liderança desse processo de passagem dos tradicionais sistemas financeiros de crédito para os sistemas financeiros de mercado ficou com os Estados Unidos, seguido pelo Reino Unido e Japão. Sistemas financeiros europeus, como França e Alemanha, só avançaram mais celeremente com a unificação monetária. Apesar de se constituírem, em volume, nos maiores mercados de crédito e de capitais, os bancos dos Estados Unidos apresentam uma menor dependência relativa de operações de crédito captadas juntos aos sistemas financeiros domésticos e internacionais, com relação aos bancos europeus. Consequentemente, há evidências de que sua exposição e seu risco de crédito

são menores. Este é um dos motivos de fundo que diferenciam a situação atual dos bancos americanos e a dos bancos europeus.

Na prática, os temores dos organismos e dos mercados se concretizaram com a eclosão da crise de dívida soberana, que aumentou exponencialmente a volatilidade nos preços das ações do setor bancário. Em setembro de 2011, as autoridades europeias aceleraram os planos de recapitalização de 16 bancos quase reprovados em testes de estresse: 7 espanhóis, 2 alemães, 2 gregos, 2 portugueses, 1 italiano, 1 de Chipre e 1 da Eslovênia. Suas proporções de capital próprio sobre ativos ponderados pelo risco giravam em torno de 5% a 6%, de acordo com Masters, Hollinger e Barker (2011: C3).

Em outubro, o público tomou conhecimento de uma enorme sucessão de instituições em situação de fragilidade financeira. Os bancos franceses BNP Paribas, Société Générale e Crédit Agricole mostraram exposição de € 53 bilhões às dívidas soberanas da Itália, Espanha, Grécia, Portugal e Irlanda. Por conta disso, a agência de classificação de risco Moody's ameaçou rebaixar a nota da dívida francesa, segundo o jornal Valor Econômico (04.10.2011a: C8). Na Inglaterra, Lloyds, Santander UK, Royal Bank of Scotland e mais nove bancos também expuseram fragilidade, assim como nove bancos portugueses, aí incluído o Millennium BCP, de acordo com o jornal Folha de S.Paulo (2011: A24). O Banco Dexia, de propriedade da Bélgica, França e Luxemburgo sofreu profunda reestruturação, que passou pela venda do Banco Dexia Bélgica para o governo belga por € 4 bilhões, uma vez que suas necessidades de curto prazo somavam € 96 bilhões, conforme o jornal Valor Econômico (04.10.2011b: C8).

Na sequência, foi a vez dos bancos espanhóis Santander, incluídos o Banesto e o SCF de seu grupo, BBVA, Ibercaja, Kutxa, BBK, Sabadell, Bankinter, Caixabank e Banco Popular. A S&P calculou de € 296 bilhões a € 313 bilhões em ativos problemáticos, correspondentes a 16% do crédito ao setor privado espanhol antes da crise. A Agência Fitch rebaixou a nota de seis bancos, sob a controversa alegação de que “bancos não devem ser mais bem classificados que os países em que estão domiciliados”, conforme o jornal Folha de São Paulo (12.10.11: A12). Por último, a agência Fitch rebaixou a nota dos títulos da dívida italiana e a S&P rebaixou a nota de 24 bancos italianos (FSP, 19.10.11: A16).

Em novembro de 2011, o governo espanhol injetou € 1 bilhão no pequeno banco Valencia (VALOR, 22.11.2011: C10) e a agência S&P (29.11.2011), em comunicado à

imprensa, informou que reviu suas classificações de risco de 37 das maiores instituições financeiras do mundo e de suas subsidiárias. Dentre elas, os maiores bancos dos Estados Unidos (Bank of America, Citibank, Morgan Stanley, Mellon, Bank of New York e Wells Fargo) tiveram notas rebaixadas, enquanto JP Morgan, Bear Stearn e Chase Bank se mantiveram estáveis. Os bancos alemães Commerzbank, Eurohypo e Deutsche Bank foram rebaixados, assim como os espanhóis BBVA, Santander e Español de Credito, os italianos Nazionale del Lavoro e mais três, os japoneses Mizuho e Sumitomo e os suíços Credit Suisse e UBS. Mantiveram-se estáveis os franceses BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale e Crédit du Nord, os ingleses Barclays, HSBC e Lloyds e os holandeses Rabobank e ING. O Bank of China, os brasileiros Bradesco, Banco do Brasil e Itaú e o mexicano Banamex também permaneceram com classificação estável. Em suma, as contas da Imprensa consultada, que não incluem bancos gregos e irlandeses, listaram cerca de cem bancos com exposições de cerca de € 463 bilhões a títulos de dívida soberana ou que tiveram rebaixadas suas notas junto às agências de classificação de risco.

Em novembro de 2011, porém, os bancos se comprometeram a reduzir seus ativos em mais de € 775 bilhões, cerca de US\$ 1 trilhão, em dois anos, mas a Autoridade Bancária Europeia (2011:1-3), o órgão de supervisão bancária europeia, quer que eles criem um colchão temporário de capital contra exposições em dívidas soberanas e que estabeleçam outro colchão que permita uma relação de capital próprio de maior qualidade de 9% até junho de 2012. Neste último caso, o montante estimado para o volume de capital atingiu € 106,4 bilhões, com ênfase para bancos gregos (€ 30 bilhões), espanhóis (€ 26,2 bilhões), italianos (€ 14,8 bilhões), franceses (€ 8,8 bilhões), portugueses (€ 7,8 bilhões) e belga (€ 4,1 bilhões), representativos de 86% do total.

Um problema é a falta de compradores com capacidade para adquirir os ativos dos bancos, o que os têm levado a financiarem essas compras. Isso é uma contradição com o propósito original de desalavancagem, porque apenas baixa alguns créditos e aumenta outros, segundo Chassany, Packard e Callanam (2011:C2). Além disso, como alguns governos da região estão enfrentando custos elevados no giro de seus títulos, eles têm feito grande pressão para que seus próprios bancos os comprem, enquanto em outros países têm aumentado muito os empréstimos feitos pelos bancos domésticos a governos locais e nacionais, segundo Enrich, Muñoz e Kowsmann (2011:C3).

Nesse mesmo mês, a cúpula do G-20, em Cannes, aprovou a lista de 29 bancos grandes demais para quebrar, que precisam de reforço de capital para absorver eventuais perdas: 8 nos Estados Unidos, 4 no Reino Unido, 4 na França, 3 no Japão, 2 na Alemanha, 2 na Suíça e 1 em cada um dos países Bélgica, Espanha, Holanda, Suécia, Itália e China (VALOR, 07.11.2011:C10).

A solução pela retomada do crescimento econômico

Fenômenos complexos implicam múltiplas explicações, de que resultam atrasos nas tomadas de decisão. Há críticas de cunho político, que remontam ao próprio processo de constituição da União Europeia. Na esfera econômica, há análises que enfatizam uma saída pelo estímulo ao crescimento econômico enquanto outras preferem centrar seus argumentos na necessidade de consolidação fiscal (abordagem recessiva), enquanto outras ainda preferem apontar saídas monetárias (abordagem inflacionária).

Na esfera política, encontra-se Greeley (2011: A11). Sua argumentação se prende a uma perda de sentido de solidariedade e compromisso, que predominou nos anos que viram a reunificação alemã e a criação da União Europeia. Os líderes da época, Helmut Kohl e François Mitterrand, tomados por um profundo sentido de acerto com o passado, comandaram o Tratado de Maastricht de 1992, que criou a figura jurídica da União Europeia. Por isso, os questionamentos quanto a inconsistências econômicas teriam sido liminarmente postos de lado por Kohl, para quem “o euro não diz respeito à economia. Nem mesmo diz respeito à política. Diz respeito à paz”.

Passada, porém, essa época de consciência das dores das recorrentes guerras no Continente, o mundo estaria novamente dominado por ímpetos individualistas, que jogam a favor da fragmentação e não da cooperação. É como se a humanidade conseguisse passar muita informação, mas pouca consciência, às novas gerações, de forma que estas teriam de sofrer suas próprias dores, num eterno “Suplício de Sísifo”.

Numa chave política, mas também econômica, encontra-se José Luís Fiori (2011: A15). Politicamente, ele identifica sinais de fragilidade e fragmentação da Europa. Os cenários futuros costumam se dedicar a calcular os brutais prejuízos econômicos, mas “pouco se fala dos custos intangíveis do fracasso europeu no campo das ideias, dos valores e dos grandes sonhos e símbolos que movem a humanidade. Um

verdadeiro impacto atômico sobre duas pilastras fundamentais do pensamento moderno: a crença na viabilidade contratual de um governo ou governança mundial; e a aposta na possibilidade cosmopolita, de uma federação ou confederação de repúblicas, pacíficas, harmoniosas, e sem fronteiras ou egoísmos nacionais [...] O problema grave e insanável é que a falência do ‘contratualismo’ e do ‘cosmopolitismo’, deixa os europeus sem mais nenhum sonho ou utopia coletiva”. Na esfera econômica, ele sente a falta de “um Tesouro europeu com capacidade unificada de tributar e emitir dívidas, junto com um BC capaz de atuar como emprestador de última instância, em todos os mercados, garantindo a liquidez dos atuais títulos soberanos nacionais que deveriam ser extintos e substituídos por um único título público unificado para toda a zona do euro”.

Próximo às críticas econômicas de Fiori, mas já apontando para uma saída pelo crescimento, Charles Wyplosz (2011: C8) fala de sua inquietação com a falta de arsenal das autoridades monetárias e com a indecisão das autoridades políticas. O fundamental é o BCE decidir até onde vai intervir. Ele tem de garantir totalmente as dívidas públicas, porque, se mostrar medo, pode haver a explosão da dívida italiana, espanhola e do sistema bancário. Há muita tensão no mercado interbancário, a mesma situação de 2008. Em 2008, o governo americano salvou a AIG e o governo alemão salvou o Deutsche Bank. Agora, os próprios governos estão ameaçados. Talvez € 200 bilhões sejam suficientes para recapitalizar os bancos, segundo o FMI (GFSR, set.11: IX), mas o calendário eleitoral na Europa, com eleições na França e na Alemanha, faz com que as políticas não mudem. “Todos esses planos de austeridade são um erro total, uma política ruim num momento ruim. É uma repetição dos anos 30, quando os governos quiseram adotar rapidamente restrições orçamentárias. Os países estão em pânico com a dívida pública e eles têm razão. Mas a resposta não é austeridade, e sim garantir a dívida pública e estimular o crescimento”.

Wolf (2011: A11) segue a mesma trilha. Ele lembra que déficits fiscais ajudam a desalavancar o setor privado. Isso ocorreu entre 2008-2009, quando os governos ampliaram o déficit, enquanto o setor privado “conteve seus gastos brutalmente”. A reação dos governos europeus no momento atual é oposta, porque o mundo desenvolvido já estaria cometendo o erro japonês de conter prematuramente os gastos, mas numa escala mais perigosa porque global. Além disso, a Alemanha com seu superávit estrutural em conta corrente tem de financiar os déficits de suas contrapartes.

Por fim, uma polêmica derivou da edição virtual de 17 de setembro de 2011 da revista *The Economist*. Ela publicou um editorial denominado “How to save the euro”, onde é defendida a hipótese de que os programas de resgate precisavam levar em conta quatro questões. A primeira é tornar claro quais países estão ilíquidos e quais estão insolventes, dando cobertura aos governos solventes e reestruturando a dívida daqueles que nunca poderão pagá-la. A segunda é manter em pé os bancos europeus para assegurar que eles resistam a uma parada de pagamentos (*default*). A terceira é libertar a política macroeconômica da Zona Euro de sua obsessão com cortes orçamentários e assumir uma agenda de crescimento. A quarta, finalmente, entende que a Zona Euro precisa começar um processo de reestruturação do sistema, que impeça novas crises.

A última questão envolve novos tratados e aprovação por parlamentos e eleitores, mas as três primeiras teriam que ser decididas rapidamente. Tem de haver o “claro propósito de que os governos europeus e o BCE ajam em conjunto para pôr um fim ao círculo vicioso de pânico, em que a fraqueza das finanças públicas, a fragilidade dos bancos e as preocupações acerca de baixo crescimento se realimentam umas às outras”. A Grécia está insolvente, mas a Itália e a Espanha são solventes e só enfrentam problemas de liquidez. Estas últimas estão sob ataque não porque suas finanças deterioraram, mas porque os investidores temem que elas sejam forçadas a suspender os pagamentos de suas dívidas. O editorial faz uma exortação: “Sra. Merkel, é tempo de explicar as escolhas [...] Diga isso de forma clara para seus eleitores”.

A solução fiscal ou recessiva

Sinn (2011:1-3), um economista alemão, levantou números para criticar o editorial de *The Economist*. Seus argumentos talvez reflitam bem as posições dominantes na Alemanha. Ele não aceita que a causa real da crise repouse em falta de credibilidade e que os países periféricos necessitem de estímulo fiscal para superar seus problemas. Nesse sentido, os programas de socorro seriam necessários para criar uma parede à prova de fogo ao redor dos governos solventes da Europa. Ele defende que o cerne da crise na Zona Euro está em desequilíbrios de balanço de pagamentos, cujas soluções exigem ajustamento real de preços e salários nos países periféricos. Esses desequilíbrios teriam surgido por meio de fluxos de crédito públicos e privados baratos, que alimentaram uma bolha inflacionária que aumentou os preços dos imóveis, bônus

governamentais, bens e salários até 2007. O resultado foi o aparecimento de grandes déficits em conta corrente e níveis de dívida externa que os investidores privados não têm sido capazes de financiar ou refinanciar desde 2008. O problema, portanto, teria a ver com perda de competitividade dessas economias e a solução passaria por redução de preços e salários, para reduzir o déficit externo e atrair novos capitais internacionais.

Sinn (2011:3-4) levantou o volume dos mecanismos de socorro à periferia da Zona Euro estabelecido desde maio de 2010 (tabela 3). Entre maio de 2010 e junho de 2011, o montante teria alcançado € 816 bilhões, dos quais € 332 bilhões (41%) da União Europeia, dos fundos de estabilização europeus e do FMI, e € 484 bilhões (59%) de recursos do BCE. Nestes, estão incluídas as compras de bônus governamentais (19%) e o crédito interbancário automático (40%), para processamento em tempo real de transferências entre países da União Europeia, que cresceu muito depois da crise. Em junho de 2011, Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha haviam acumulado uma dívida de € 327 bilhões no interbancário, contra um crédito do Banco Central Alemão (*Bundesbank*) de € 337 bilhões no mesmo mês⁵. No mês de agosto de 2011, o *Bundesbank* teria feito novo empréstimo ao BCE de € 47 bilhões para ser repassado a outros países europeus.

TABELA 3
OS FUNDOS DE SOCORRO EUROPEUS
€ bilhões

	mai.10/jun.11	% do total	potencial após acréc. EFSF	% do total
Socorro à Grécia, Portugal e Irlanda ¹	332	41	420	25
Garantias (EFSF) ²	0	0	780	46
Compras de bônus soberano pelo BCE	157	19	157	9
Passivos Target (apenas Port, Gr, Irl e Espanha) ³	327	40	327	19
Total	816	100	1.684	100

^{1/} inclui 1º pacote à Grécia (FMI 30; U.E. 80; EFSF, EFSM 81), Portugal (EFSM e EFSF 78) e Irlanda (EFSM e EFSF 63)

^{2/} supondo a expansão do EFSF definido em € 440 bilhões, em 21.07.11

^{3/} Trata-se do sistema interbancário de pagamentos para processamento em tempo real de transferências entre países dentro da União Europeia.

fonte: Hans-Werner Sinn, "How to rescue the euro: Ten commandments", VOXeu.org, October 3, 2011.

As estimativas dos fundos de socorro de Sinn (2011:5-7) sobem a € 1.684 bilhões se os mecanismos de resgate dos fundos de estabilização aumentarem para €

⁵ John Whittaker (2011:1), da Lancaster University Management School, chegou a números parecidos para a dívida intrassistema europeu derivada de transações externas. Em dezembro de 2010, os passivos de Irlanda (€ 146, bilhões), Grécia (€ 87,1 bilhões), Portugal (€ 59,9 bilhões) e Espanha (€ 50,9 bilhões) somavam € 344 bilhões, representativos de 75% do total das dívidas dos bancos centrais nacionais com relação ao BCE. Os créditos alemães atingiam a € 325,5 bilhões, os de Luxemburgo a € 68 bilhões e os da Holanda a € 40,5 bilhões, somando € 434 bilhões (95% do total).

1.200 bilhões (71%), que incluem garantias de novas emissões de bônus, mantendo-se inalteradas as intervenções do BCE em € 484 bilhões (28%)⁶. Neste caso, as contribuições da Alemanha e da França ascenderiam a € 469 bilhões (28%) e a € 324 bilhões (19%), valores compatíveis com o peso de seus produtos internos brutos na Zona Euro. Para dramatizar o quadro, Sinn estima que se a Itália quebrar, Alemanha e França terão de incorrer em passivos de € 522 bilhões e € 364 bilhões, respectivamente. Nesse caso, seus índices de dívida/PIB subiriam para 103%, em ambos os casos. Para ele, “os assim chamados programas de resgate podem, de fato, se transformar em canais incendiários através dos quais o fogo pode se expandir e sufocar todos os orçamentos públicos na Zona Euro”. Por isso, suas propostas envolvem proibição de novas compras de bônus governamentais pelo BCE e pelo EFSF e por pagamento dos saldos negativos no interbancário.

A tabela 4 tem a finalidade de destacar somente os títulos de dívida de curto prazo em euro, o que abarca o período de um ano para sua maturação. As necessidades de recursos para a Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha somam € 388 bilhões. A Alemanha, com € 190 bilhões, não apresenta maiores problemas, mas a França sim, porque seus € 540 bilhões são de emissão de instituições financeiro-monetárias e do governo central.

TABELA 4
TÍTULOS DE DÍVIDA DE CURTO PRAZO EM EURO
Agosto de 2011

	total € bilhões	percentagem do total	IFM ¹ € bilhões	percentagem do total	Gov.Central € bilhões	percentagem do total
Grécia	18	2	2	1	17	3
Irlanda	71	6	26	7	1	0
Portugal	49	4	3	1	20	3
Itália	135	12	0	0	135	23
Espanha	115	10	18	5	89	15
subtotal	388	35	49	13	262	45
Alemanha	190	17	38	10	118	20
França	540	48	291	77	198	34
total	1.118	100	378	100	578	100

^{1/} IFM = instituições financeiro-monetárias

fonte: European Central Bank - EUROSYSYSTEM, 05.10.11.

A tabela 5 mostra o montante de recursos disponíveis para socorro a países em dificuldades financeiras. O FMI tinha, em agosto de 2011, uma capacidade de comprometimento futuro (FCC, na sigla em inglês) de € 221 bilhões para socorro a seus

⁶ Esses recursos não existem, por enquanto. A promessa de um EFSF de € 1 trilhão, declarada na reunião do G-20 em Cannes, ainda não conta com recursos objetivos.

países-membros, não apenas os da Europa. O EFSF foi criado com € 440 bilhões, mas estima-se que, após as intervenções já feitas na periferia da Zona Euro, restem-lhe acesso a € 218 bilhões. No total das duas instituições, € 439 bilhões.

TABELA 5
DISPONIBILIDADE FINANCEIRA PARA SOCORRO
agosto de 2011

FMI	DES bilhões
Recursos não comprometidos ¹	279
(+) aportes dos países-membros em até um ano	7
(-) repagamentos de empréstimos em até um ano	0
(-) saldo prudencial	40
(=) capacidade de comprometimento futuro (FCC) ²	246
FMI/EFSE	€ bilhões
FCC/FMI ³	221
EFSE/EU disponibilidade estimada ⁴	218
Total de FMI e EFSE	439

^{1/} total dos recursos utilizáveis menos os comprometidos, mas ainda não desembolsados.

^{2/} A FCC (Forward Commitment Capacity) é uma medida dos recursos disponíveis para novos empréstimos.

^{3/} 1 DES = € 1,113740 em 31.08.11

^{4/} A partir dos números de Sinn (tabela 3)

fontes: European Central Bank - EUROSISTEM, 05.10.11, FMI e EFSE.

Conclui-se, do confronto dos números de Sinn e do Eurosystem com os montantes disponíveis para socorro, que as disponibilidades efetivas no FMI e EFSE não devem superar os € 439 bilhões explicitados na tabela 5. Isso é pouco mais que o necessário para cobrir as necessidades de refinanciamento dos títulos de curto prazo da Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha, no montante de € 388 bilhões (tabela 4). Um processo de contágio que atinja a França com força seria suficiente para deixar as instituições multilaterais e regionais sem recursos para enfrentá-lo.

Os problemas maiores, no entanto, estão no fato de que os investidores estão se retraindo de todos os títulos de dívida da Zona Euro, não apenas dos papéis de curto prazo, particularmente da Itália e Espanha. A dívida total em títulos da Itália chega a € 2.703 bilhões e a da Espanha a € 1.652 bilhões, somando € 4.355 bilhões. Deste total, os títulos soberanos da Itália montam a € 1.539 bilhões e os da Espanha a € 572 bilhões, somando € 2.111 bilhões. As estimativas dos mercados de que o EFSE deveria ter pelo menos € 2.000 bilhões parecem ter levado em conta o total das dívidas soberanas desses dois países.

Resumindo, as análises feitas acerca do tamanho do problema indicam que é realmente difícil convencer os eleitores de países credores a aceitar como inevitável um aumento de compras de títulos pelo BCE e de dar crédito crescente nos mercados

interbancários da Europa. Apesar disso, não se deve encampar o discurso da urgência de empreender processos de consolidação fiscal, que é claramente contraproducente. O caminho que está sendo trilhado, sobretudo em função das posições da Alemanha, pode ser a síntese perfeita para o desastre, porque, dado o grau de perda de credibilidade da dívida da Zona Euro, os recursos disponíveis para socorro são claramente insuficientes e alguma coisa precisa ser feita para separar insolventes de ilíquidos.

Aumentar recursos orçamentários ou de organismos internacionais para combate à crise não é tarefa simples, por conta da deterioração das finanças públicas, como é o caso do aumento nas relações percentuais dívida/PIB. Além disso, por mais que eles fossem aumentados, no momento seriam insuficientes para aplacar o temor de calote dos investidores. Por isso, críticas como as feitas pela *The Economist* derivam da constatação de que é muito tarde para se pensar em recursos orçamentários e, ainda que pareça contraditório, muito cedo para se propor consolidação fiscal. Na impossibilidade de retorno ao crescimento, a solução repousa em política monetária e creditícia. O BCE tem de continuar atuando, inclusive com mais energia, para evitar que os títulos de dívidas soberanas atinjam níveis críticos.

A solução monetária ou inflacionária

Algumas críticas mencionadas em seções anteriores já apontam para os rumos que a região deveria seguir. Nesta, retoma-se o tema, tendo em conta que os canais de negociação para acelerar o crescimento econômico estão congestionados. Restam, portanto, medidas na esfera da política monetária e creditícia que enfrentem o ataque especulativo no curto prazo, enquanto se tenta avançar nas espinhosas questões do aprofundamento da integração fiscal. No geral, os temas na mesa passam por emissão de título público unificado para os países usuários do euro, monetização das dívidas nacionais pelo BCE, recapitalização bancária e alavancagem de recursos do EFSF.

A Comissão Europeia anunciou, em 23 de novembro de 2011, um plano para a criação de um bônus com garantias de todos os países da Zona Euro, para restaurar a confiança na dívida soberana de seus Estados-membros. O estudo apresenta três modelos: o mais amplo prevê a emissão de “bônus de estabilidade”, que, se aprovado, levará à troca total dos bônus nacionais pelo novo eurobônus. Esta opção forçaria

extensas alterações nos tratados da União Europeia e, conseqüentemente, demandaria a aprovação de todos os governos da Zona Euro, após referendos nacionais. Alternativamente, poderia ser introduzida uma versão mais restritiva, com garantias limitadas; e, por último, haveria uma emissão conjunta, mas a garantia dos títulos seria dada pelo país tomador do dinheiro e não pelo bloco, de acordo com Marinheiro (2011: A20). O assunto tem encontrado apoio de países – França, Itália e Espanha – e de líderes regionais. A Alemanha tem descartado a questão, liminarmente, porque entende que ele não resolve a crise de dívida soberana na Europa. Na visão de algumas de suas autoridades, os eurobônus só podem se tornar viáveis num estágio posterior de desenvolvimento do projeto europeu, com a transferência de soberania nacional para um nível supranacional, segundo Peel (2011).

Outro ponto é a responsabilidade do BCE. De Grauwe (2011: 1-7) afirma a fragilidade da Zona Euro ante as forças do contágio, em função de os mercados de bônus governamentais serem extremamente vulneráveis numa união monetária. A razão para tanto é que os governos da união monetária emitem dívida em uma moeda “estrangeira”, sob a qual não têm qualquer controle. Em casos assim, só um banco central da Zona Euro poderia exercer o papel de prestador de última instância, isto é, de garantir a liquidez dos detentores dos bônus. O BCE tem cumprido esse papel, seja através de compra direta de bônus soberanos, seja indiretamente aceitando estes bônus como garantia nos fornecimentos de liquidez ao sistema.

As pressões para que o BCE pare de fazê-lo têm sido grandes. Os tratados atuais o obrigam a se relacionar exclusivamente com outros bancos centrais, não com Tesouros nacionais. O BCE se valeu de um artifício para fugir a essa regra que engessa sua atuação. Ele passou a fazer essas operações em nome da defesa do funcionamento dos mercados e, com esse subterfúgio, o mecanismo de transmissão de sua política monetária para a economia do bloco, de acordo com Mesquita (2011: B8). Este autor sugere a opção de o BCE dar oferta ilimitada de liquidez aos bancos por prazos de um a dois anos e de se utilizar do *swap* de moedas do BCE com o *Federal Reserve*, que constitui oferta similar em dólares. O mesmo está valendo para seis bancos centrais – Estados Unidos, Europa, Canadá, Suíça, Inglaterra e Japão –, que decidiram criar programas de *swaps* bilaterais temporários em qualquer uma de suas moedas (VALOR, 01.12.11: C1).

O presidente do *Bundesbank*, Jens Weidmann, por exemplo, tem rejeitado, categoricamente, o direito de o BCE atuar como prestador de última instância para os governos, o que ele já vem fazendo ao comprar as dívidas de diversos países da região. Para Weidmann, há um perigoso processo de monetização das dívidas públicas nacionais. Os governos são os principais responsáveis pelas garantias à estabilidade financeira, não os bancos centrais. Os passos futuros não deveriam ir além do já acertado: a Grécia deve cumprir o plano de resgate, ao invés de questioná-lo, e a Itália sofre de crise aguda de confiança, que somente seu governo pode resolver, de acordo com Atkins & Sandbu (2011: C2). O programa de compra de títulos governamentais pelo BCE já teria custado € 195 bilhões desde maio de 2010 e os alemães alegam não querer emitir um sinal equivocado para os políticos e criar inflação por meio da impressão de moeda, segundo Carnegie, Peel & Burgis (2011: C2).

De Grauwe (2011: 2-5) descarta os três tipos de crítica que, usualmente, são feitos ao papel de prestador de última instância dos bancos centrais: possibilidade de o banco central perder dinheiro; risco moral envolvido no processo; e risco de inflação. No primeiro caso, porque diferentemente de outras companhias de seguro um banco central não tem de se preocupar com perdas eventuais, porque o foco deve estar voltado sempre à manutenção da estabilidade. No segundo, porque o risco de que as garantias estimulem o endividamento por parte de governos irresponsáveis não é um problema para bancos centrais. O jeito correto de tratar do risco moral é impor regras que constriam os governos a não emitir dívida. Aos bancos centrais idealmente caberia fornecer recursos apenas aos governos com problemas de liquidez. Ocorre que nem sempre é fácil distinguir entre crises de liquidez e de solvência. De qualquer forma, o melhor seria separar essas duas questões: o “fornecimento de liquidez deveria ser executado por um banco central e a governabilidade do risco moral por outra instituição, o supervisor [bancário]”. A conclusão lógica, neste caso é que a unificação política deve avançar para que haja controle efetivo sobre os déficits e as dívidas governamentais. No terceiro, porque sua intervenção comprando títulos públicos aumenta a base monetária, mas não necessariamente o estoque de moeda. Em períodos de crise financeira, esses dois agregados monetários se tornam desconectados e o aumento da base monetária não implica, forçosamente, a aceleração dos preços.

A falta de autorização de o BCE atuar como prestador de última instância nos mercados de títulos governamentais é que estaria na raiz da criação do EFSF e de seu

sucessor ESM (*European Stabilization Mechanism*), previsto para 2013. O problema com essas instituições, que dependem de recursos orçamentários para sua capitalização, é que elas não têm a credibilidade para conter as forças do contágio. Mesmo que seus recursos sejam dobrados ou triplicados, os mercados não ficarão satisfeitos. “Só um banco central que pode criar montantes ilimitados de dinheiro pode fornecer tal garantia” (DE GRAUWE, 2011: 5).

Veron (2011a: 1-2) afirma que a fragilidade do sistema bancário europeu persiste desde 2007-2008, ao contrário do sistema financeiro americano, que teria resolvido seus problemas em 2009. A incapacidade das autoridades europeias levou a uma sequência de interações entre as crises de dívida soberana e as crises bancárias, que se alimentaram mutuamente. Para romper com esse círculo vicioso, ele propõe quatro pontos: federalismo fiscal na Zona Euro, que assegure as exigências da união monetária; federalismo bancário, isto é, criar uma estrutura para a política bancária no nível europeu; uma revisão das instituições da Zona Euro para dar suporte aos federalismos fiscal e bancário; no curto prazo, enquanto não se completam os três pontos anteriores, expandir instrumentos de intervenção no setor bancário. Essas medidas devem fornecer recursos aos países ilíquidos e planos de reestruturação aos países insolventes.

Veron (2011b: 1-2) retoma a questão do federalismo bancário e apresenta argumentos acerca de uma supervisão bancária que se aproxima de De Grauwe. Sua crítica se dirige aos fortes e multifacetados laços que permanecem entre os sistemas bancários nacionais e os Estados-membros da União Europeia. Esses laços estariam no centro da dinâmica de contágio e impedem a emergência de um mercado financeiro europeu realmente unificado. Eles precisam ser cortados e substituídos por uma estrutura supranacional com credibilidade para conduzir a política bancária. Embora uma Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla em inglês) tenha sido formalmente estabelecida em 24 de novembro de 2010, é preciso dar a ela autoridade de resolução e supervisão sobre todas as instituições de crédito e os países-membros precisam concordar em dismantelar todos os mecanismos que impedem fusões além das fronteiras nacionais, de modo que a consolidação regional possa avançar. Esse último ponto é polêmico, ainda que vários países da Europa Central e do Leste e, também, a Bélgica e Finlândia já tenham cortado os vínculos com seus sistemas bancários por meio de sua venda a grupos estrangeiros. A maior parte dos países da Europa Ocidental,

porém, continua se opondo à internacionalização de seus bancos, “em aparente negação do risco moral que essa proteção cria”.

George Soros (2011: A15) propôs algumas medidas, na mesma chave destacada pela *The Economist*, em que se devem separar os insolventes dos ilíquidos. Os insolventes – Grécia, Portugal e, talvez, Irlanda – podem sair do euro, em algum momento. É preciso uma preparação para essa hipótese, de modo a evitar um colapso financeiro da Zona Euro: os depósitos bancários precisam ser protegidos; alguns bancos em países inadimplentes têm de ser mantidos em funcionamento para evitar colapso econômico; o sistema bancário europeu tem de ser recapitalizado e colocado sob supervisão europeia e não nacional; e os títulos governamentais emitidos por outros países da Zona Euro têm de ser protegidos do contágio. Um programa dessa natureza é muito caro, de forma que só se tornaria possível com um novo tratado que transformasse o EFSF em um Tesouro propriamente dito. O pressuposto para implantar essas medidas é, aparentemente, insuperável: convencer a opinião pública alemã de que não existe a opção entre dar e não dar apoio ao euro. “Esse é um erro grave. O euro existe e os ativos e passivos do sistema financeiro mundial estão tão mesclados em função da moeda comum que seu colapso poderia causar uma implosão além da capacidade das autoridades alemãs – ou de qualquer outra – de contê-la”.

Belluzzo (2011: A13) concordou com Soros. Enquanto as autoridades europeias não se entenderem a respeito da criação de um Tesouro comum, três providências deveriam ser tomadas para acalmar os mercados: “1) os bancos seriam colocados sob a direção do Banco Central Europeu (BCE) em troca de garantias temporárias e permanente capitalização; 2) o BCE obrigaria os bancos a manter as linhas de crédito e os empréstimos existentes; 3) o BCE permitiria o refinanciamento temporário a baixo custo de países como Espanha e Itália”. Para ele, “a crise da dívida soberana europeia é, sobretudo, uma crise grave do sistema bancário europeu, com reverberação nos bancos americanos”.

Nouriel Roubini (2011: B7), finalmente, coloca a questão em termos de recuperação da produtividade da periferia da Zona Euro. Seu diagnóstico baseia-se no histórico de desequilíbrios externos dentro da região. De um lado, estariam países gastadores (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha), cujo consumo superou sua renda e que acumularam déficits em conta corrente crescentes. O núcleo da Zona Euro,

formado por países poupadores (Alemanha, Holanda, Áustria e França) acumulou superávits externos crescentes. Além disso, o euro se fortaleceu muito depois de 2002 e, para enfrentar a competitividade externa, particularmente chinesa, o custo da mão de obra na Alemanha cresceu menos que a produtividade, ao contrário do ocorrido na periferia, onde o custo da mão de obra subiu. Até aqui ele está próximo das posições expressas por Sinn e tomadas como uma *proxy* da visão alemã acerca da crise.

A saída para esse impasse toma um curso distinto ao de Sinn, porque passa por uma “reflação simétrica” para restaurar o crescimento e a competitividade da periferia. Entenda-se por esta expressão uma inversão das tendências históricas, por meio de compras crescentes de produtos dos países deficitários pelos países superavitários. As propostas de Roubini passam, também, por um relaxamento significativo da política monetária do BCE; por apoio institucional a economias que enfrentem falta de liquidez, mas não sejam insolventes; por uma considerável desvalorização do euro, que permita transformar os déficits em conta corrente em superávits; e em medidas de estímulo fiscal nos países centrais que compensem a austeridade imposta à periferia. Como o euro é uma moeda flutuante, a forma mais viável para conseguir a sua desvalorização passa, exatamente, por monetização expressiva por parte do BCE, o que faz parte das propostas de Roubini.

As saídas para a Zona Euro

O segundo semestre de 2011 tornou claro que há, pelo menos, quatro diferentes tipos de problema a enfrentar. Há um problema nas contas públicas de países insolventes e de países ilíquidos, o que facilita que os mercados ataquem os títulos de dívida soberana da Itália e Espanha, respingando nos países mais estáveis, até mesmo nos “sacrossantos” *bunds* alemães. Há uma crise no sistema financeiro europeu, que precisa acelerar o processo de desalavancagem. Os mesmos mercados atacam os papéis de bancos europeus, cujas estruturas de financiamento os tornam muito maiores que os americanos, em termos relativos ao tamanho de seus produtos internos brutos. Há um problema monetário, porque o BCE tem limites em sua função de prestador de última instância. Há um problema de desequilíbrio cambial, que não permite aos países periféricos reencontrar níveis adequados de competitividade.

No primeiro caso, parece prematura a busca de equilíbrio fiscal. O ponto central da solução da crise deveria ser colocado na manutenção de gastos que sustentassem o nível da atividade econômica, como ocorreu em 2009. Um relaxamento das políticas fiscais, com abandono dos programas de austeridade, não parece possível por conta da visão dominante nas economias mais fortes da Zona Euro. A crise da dívida soberana levou-as a contraírem seus gastos e a se comprometerem com as metas definidas pelo Tratado de Maastrich (1992) para déficit e dívida pública. Nessa altura, é bom registrar que essas metas somadas ao foco unidirecional do BCE no controle inflacionário e fatos estruturais, como o envelhecimento da população, que sobrecarrega os sistemas de pensão, e rigidezes nos mercado de trabalho, acabaram por impor um viés anticrescimento na Zona Euro, de acordo com Cohen (2011: 8).

É possível, também, que essa decisão tenha sido influenciada pelas evidências coletadas por Reinhart e Rogoff (2011: 1676-1706), que afirmam que aumentos de dívida externa antecedem crises bancárias e que estas precedem crises de dívida soberana. Eles argumentam, com base em suas evidências históricas, que devido ao colapso das receitas, a razão dívida pública/PIB sobe até por volta de 86% nos três anos que se seguem a uma crise financeira sistêmica, colocando-se no estágio de sofrer reduções em suas notas de classificação de risco ou, no caso mais extremo, suspender pagamentos (*default*).

Não se deve negar as enormes dificuldades que as economias avançadas enfrentam. O déficit nominal como proporção do PIB previsto para 2011 é de 6,2% na Zona Euro, 10% nos Estados Unidos, 9,3% no Reino Unido e 8,9% no Japão. A razão percentual dívida/PIB no Japão atingiu 183,5%, em 2009. Em 2010, ela foi de 183,5% no Reino Unido e de 85,4% na Zona Euro (estimada em 88%, em 2011). Nos Estados Unidos foi de 61,3%, mas a S&P (05.08.2011) rebaixou sua classificação de longo prazo diante de riscos políticos e de crescente carga da dívida. A estimativa da agência é que a dívida líquida do governo geral americano seja de 74% em 2011, 79% em 2015 e 85% até 2021. Pode-se, no entanto, afirmar que fosse a Zona Euro constituída como uma união fiscal, sua situação não seria dramática frente às demais economias avançadas, como querem as forças do mercado. Em outras palavras, Estados Unidos, Japão e Reino Unido não estão enfrentando o mesmo tipo de ataque especulativo, por serem estados federados, que tomam crédito em suas próprias moedas.

Esvaziado o discurso do estímulo ao crescimento, a região apresenta indicadores econômicos que apontam para recessão em 2012 e baixo crescimento depois do próximo ano (tabela 6). Restrições fiscais limitam novos aportes ao EFSF, que surgiu como uma alternativa à expansão monetária, mas cujos recursos estão muito aquém das necessidades de rolagem de dívidas soberanas de longo prazo. Elevar os € 440 bilhões para € 1 trilhão, como anunciado pelo G-20 na Cúpula de Cannes em novembro de 2011 é mera retórica, porque implicaria aumento das razões percentuais dívida/PIB para bem além das metas que os países-membros da Zona Euro querem cumprir. O FMI também não dispõe de margem suficiente de manobra, porque nada foi decidido nesse sentido naquela Cúpula. Com isso, após os programas de socorro para os países periféricos insolventes, fica difícil esperar novos estímulos fiscais, por meio do EFSF.

TABELA 6
INDICADORES ECONÔMICOS

	unidade	2008	2009	2010	2011p	2012e	2013e
ALEMANHA - PIB real	var % anual	1,1	-5,1	3,7	2,9	0,8	1,5
taxa de desemprego	var % anual	7,5	7,8	7,1	6,1	5,9	5,8
IPC harmonizado	var % anual	2,8	0,2	1,2	2,4	1,7	1,8
saldo em conta corrente	% PIB	6,2	5,8	5,8	5,1	4,4	4,2
resultado governo geral	% PIB	-0,1	-3,2	-4,3	-1,3	-1,0	-0,7
dív.bruta do gov.geral	% PIB	66,7	74,4	83,2	81,7	81,2	79,9
FRANÇA - PIB real	var % anual	-0,1	-2,7	1,5	1,6	0,6	1,4
taxa de desemprego	var % anual	7,8	9,5	9,8	9,8	10,0	10,1
IPC harmonizado	var % anual	3,2	0,1	1,7	2,2	1,5	1,4
saldo em conta corrente	% PIB	-1,9	-2,1	-2,2	-3,2	-3,3	-3,0
resultado governo geral	% PIB	-3,3	-7,5	-7,1	-5,8	-5,3	-5,1
dív.bruta do gov.geral	% PIB	68,2	79,0	82,3	85,4	89,2	91,7
ITÁLIA - PIB real	var % anual	-1,2	-5,1	1,5	0,5	0,1	0,7
taxa de desemprego	var % anual	6,7	7,8	8,4	8,1	8,2	8,2
IPC harmonizado	var % anual	3,5	0,8	1,6	2,7	2,0	1,9
saldo em conta corrente	% PIB	-2,9	-2,0	-3,5	-3,6	-3,0	-2,3
resultado governo geral	% PIB	-2,7	-5,4	-4,6	-4,0	-2,3	-1,2
dív.bruta do gov.geral	% PIB	105,8	115,5	118,4	120,5	120,5	118,7
ESPANHA - PIB real	var % anual	0,9	-3,7	-0,1	0,7	0,7	1,4
IPC harmonizado	var % anual	4,1	-0,2	2,0	3,0	1,1	1,3
saldo em conta corrente	% PIB	-9,6	-5,1	-4,5	-3,4	-3,0	-3,0
resultado governo geral	% PIB	-4,5	-11,2	-9,3	-6,6	-5,9	-5,3
dív.bruta do gov.geral	% PIB	40,1	53,8	61,0	69,6	73,8	78,0
GRÉCIA - PIB real	var % anual	-0,2	-3,2	-3,5	-5,5	-2,8	0,7
taxa de desemprego	var % anual	7,7	9,5	12,6	16,6	18,4	18,4
IPC harmonizado	var % anual	4,2	1,3	4,7	3,0	0,8	0,8
saldo em conta corrente	% PIB	-17,9	-14,3	-12,3	-9,9	-5,4	-4,4
resultado governo geral	% PIB	-9,8	-15,8	-10,6	-8,9	-7,0	-6,8
dív.bruta do gov.geral	% PIB	113,0	129,3	144,9	162,8	198,3	198,5
IRLANDA - PIB real	var % anual	-3,0	-7,0	-0,4	1,1	1,1	2,3
IPC harmonizado	var % anual	3,1	-1,7	-1,6	1,1	0,7	1,2
saldo em conta corrente	% PIB	-5,6	-2,9	0,5	0,7	1,5	1,8
resultado governo geral	% PIB	-7,3	-14,2	-31,3	-10,3	-8,6	-7,8
dív.bruta do gov.geral	% PIB	44,3	65,2	94,9	108,1	117,5	121,1
PORTUGAL - PIB real	var % anual	0,0	-2,5	1,4	-1,9	-3,0	1,1
taxa de desemprego	var % anual	8,5	10,6	12,0	12,6	13,6	13,7
IPC harmonizado	var % anual	2,7	-0,9	1,4	3,5	3,0	1,5
saldo em conta corrente	% PIB	-12,6	-10,8	-9,7	-7,6	-5,0	-3,8
resultado governo geral	% PIB	-3,6	-10,1	-9,8	-5,8	-4,5	-3,2
dív.bruta do gov.geral	% PIB	71,6	83,0	93,3	101,6	111,0	112,1
ZONA EURO - PIB real	var % anual	0,4	-4,2	1,9	1,5	0,5	1,3
taxa de desemprego	var % anual	7,6	9,6	10,1	10,0	10,1	10,0
IPC harmonizado	var % anual	3,3	0,3	1,6	2,6	1,7	1,6
saldo em conta corrente	% PIB	-1,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,3
resultado governo geral	% PIB	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,4	-3,0
dív.bruta do gov.geral	% PIB	70,1	79,8	85,6	88	90,4	90,9

fonte: European Economic Forecast - Autumn 2011, European Economy 6:2011 (provisional version)

No segundo caso, crise bancária, observa-se que, pressionados pelas autoridades reguladoras, os bancos procuram contornar as necessidades de capitalização, que implicariam aportes de capital num momento em que o valor de suas ações está deprimido, por meio da venda de ativos problemáticos. Para enfrentar situações como essas, os depósitos bancários precisariam ser protegidos e bancos em países inadimplentes teriam de ser mantidos em funcionamento para evitar colapso econômico, como propôs Soros (2011: A15). Na mesma chave, valem as propostas de Belluzzo (2011: A13), para quem deveria haver um acordo entre autoridade monetária e bancos.

Estes ficariam subordinados ao BCE, que lhes daria garantias temporárias e de permanente capitalização, além de refinanciamento temporário a baixo custo a países com problemas de liquidez. Em troca dessa ampla cobertura, os bancos seriam forçados a manter as linhas de crédito e os empréstimos existentes.

No longo prazo, é consenso que a salvação da Zona Euro depende de caminhar no rumo de uma “federalização” das políticas econômicas. Aproveitando esse consenso de avanços na integração regional, o problema dos bancos europeus deveria receber o mesmo tratamento. Estruturalmente, faz sentido a crítica de Veron (2011”a” e “b”) de que, a par de um federalismo fiscal, deveria ser buscado um federalismo bancário, com a extinção dos laços existentes entre os principais sistemas bancários - como o alemão, o francês e o italiano - e os respectivos Estados nacionais, representados pelos bancos centrais nacionais. Um exemplo desses laços está nas tentativas de alguns governos da região em rolar seus títulos de dívida junto a seus bancos e no aumento em curso dos empréstimos feitos pelos bancos domésticos a governos locais e nacionais. A regulamentação que impede fusões além das fronteiras nacionais deveria ser desmantelada para que pudesse existir um sistema financeiro verdadeiramente unificado. Além disso, os bancos europeus deveriam ficar subordinados a uma única autoridade bancária supranacional, a já existente Autoridade Bancária Europeia (EBA), cujos poderes seriam reforçados.

No terceiro caso, o trato da questão monetária tem sido o de mais difícil enfrentamento. Muito embora o BCE esteja atuando na monetização das dívidas soberanas e no aumento de liquidez do sistema bancário, ele não consegue dar garantias ilimitadas a esses segmentos ou ao EFSF. A Alemanha resiste aos clamores para que seja usada política monetária expansionista pelo BCE e não aceita a emissão de um eurobônus, que seja garantido por todos os países da região⁷. Sua receita para o curto prazo é a de exigir que os países insolventes, como a Grécia, cumpram rigorosamente os planos aprovados de reestruturação de dívida e os ilíquidos, como a Itália, aprovelem medidas fiscais internas que recomponham a credibilidade externa junto aos investidores. No longo prazo, ela propõe maior unificação fiscal, de modo a restringir gastos “irresponsáveis”, que impedem a disciplina das políticas econômicas.

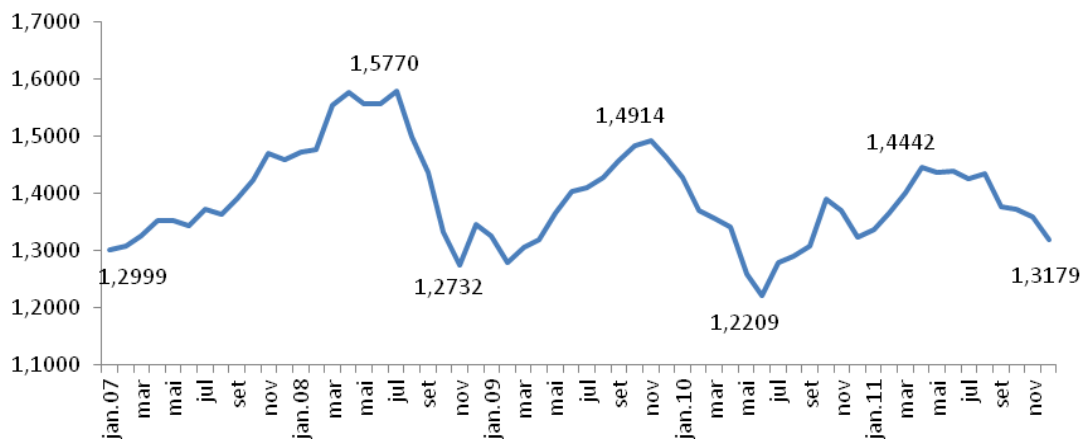
⁷ Segundo Cohen (2011:12), a crise de 2008 poupou a Europa da especulação nos mercados de moedas, mas os mercados desviaram sua atenção para os títulos de dívida soberana, atacando os países-membros mais fracos, isto é, a periferia da Zona Euro. Se tivesse havido um eurobônus, apoiado pelo crédito da parceria coletiva, isto é, se os mercados de dívida pública tivessem sido unificados desde o começo, a periferia não teria sido submetida a esses ataques.

No último caso, desequilíbrio cambial, Roubini (2011: B7) propõe uma “reflação simétrica” aos países da Zona Euro. No passado, “países gastadores” apresentaram desequilíbrios externos para “países poupadores”, notadamente por conta de suas perdas de competitividade. No momento atual, essa equação deveria ser invertida com apoio dos países superavitários aos deficitários e com expressivo relaxamento da política monetária do BCE. O objetivo seria o de recuperar a competitividade dos países periféricos, o que só pode ser conseguido com desvalorização da moeda regional. Como o euro é uma moeda flutuante, sua desvalorização só pode se dar por monetização expressiva por parte do BCE. Para De Grauwe (2011: 5), os impactos inflacionários daí decorrentes são incertos e, mesmo que sejam significativos, eles teriam impacto menor que a atual situação de paralisia, que pode levar à ruptura da Zona Euro.

Note-se que, entre janeiro de 2007 e dezembro de 2011, o euro apresentou grande volatilidade (gráfico 1). Durante todo o ano de 2007, ele se valorizou frente ao dólar e essa valorização só se acentuou com a deflagração da crise hipotecária do 2º semestre de 2007, quando o sistema imobiliário americano sofreu forte ataque especulativo. O pico da valorização ocorreu em julho de 2008, às vésperas do agravamento da crise no 2º semestre de 2008, que se espalhou para o sistema financeiro europeu. Daí em frente, períodos de alta e baixa refletiram a percepção dos mercados quanto à capacidade de a Europa mostrar-se como uma opção à sistemática queda da cotação do dólar. O que se observa, porém, é que os picos são cada vez mais baixos, assim como mais profundos são os vales. Só no ano de 2011, com o agravamento da crise, a cotação média do euro perdeu cerca de 10% com relação ao dólar. Mais importante, a taxa de câmbio efetiva média mensal (EER, na sigla do BIS) do euro caiu 8,7% entre 2009/2011⁸.

⁸ Segundo o BIS, as taxas de câmbio nominais efetivas são calculadas como médias geométricas ponderadas pelas taxas de câmbio bilaterais, atualmente de uma cesta de moedas de 61 países. As taxas de câmbio efetivas reais ajustam as taxas de câmbio efetivas nominais pelos relativos preços ao consumidor.

Gráfico 1
Taxa de câmbio nominal média mensal
EUR/USD



A “reflação simétrica” de Roubini parece estar muito distante de se tornar viável, assim como a desvalorização do euro é só uma hipótese, embora não descartável. Se a Europa tiver de, contra a vontade de suas economias centrais, monetizar significativamente a região, é possível que o euro caia a ponto de recuperar parte da competitividade da região, ainda que tenha de aceitar um “período inflacionário”.

Restam portas abertas? Aparentemente não, ao menos no estímulo ao crescimento, no combate aos desequilíbrios cambiais e nas políticas fiscais. O caminho mais viável, talvez o único, parece ser o das políticas monetárias. Foi por ele que, no último dia de novembro, os bancos centrais da Europa, Estados Unidos, Japão, Suíça, Inglaterra e Canadá se comprometeram a garantir a liquidez em dólares na Europa, uma evidência de que a tensão nos mercados financeiros está próxima de seu limite (VALOR, 01.12.2011: C1).

Por isso tudo, dar por acabado um texto como esse seria uma temeridade. Se, a cada dia, chovem as mais desconstruídas especulações a respeito do futuro da Europa, o melhor é buscar refúgio em quem mantém um olho na História. Greeley (2011: A11), por exemplo, enfatizou a busca da paz como objetivo da construção da União Europeia, que foi atingida por meio de um espírito de solidariedade que parece ter-se perdido com o passar dos anos. Na mesma linha, Fiori (2011: A15) ressaltou a perda de valores, de “intangíveis” na sua expressão. Chegou-se ao ponto em que valores parecem nada mais representar e que mercados tudo podem. E os mercados restringem o crédito,

ameaçando reviver 2008, aumentam os rendimentos exigidos das instituições em crise, bloqueiam avanços a práticas desregulamentadoras e mudam governos.

Por esse prisma, que envolve governos carentes de liderança e democracias apequenadas pela relativa marginalização política de boa parte de seus povos, a União Europeia parece ter perdido o rumo. Difícil imaginar retorno à solidariedade perdida entre periferia e “Povos do Norte”. É mais fácil pensar em ressentimentos, estranhamentos, em todo um passado que a integração pretendeu superar. É possível, entretanto, que o fim da União não seja decretado, ainda que membros possam ser amputados. Não importa; grande parte do mau já foi feito. Provavelmente, muitos anos passarão até que Zona Euro possa reencontrar caminhos evolutivos consentâneos com a proposta original de uma União Europeia. Por ora, o que fica é a certeza de que grandes projetos, como a afirmação do euro como moeda alternativa ao dólar, foram postergados para as calendas. Mau sinal!

Referências bibliográficas

ATKINS, R. & SANDBU, M. – **“BCE não será salvador dos governos”**, Valor, 16.11.11: C2.

AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA (EBA) – **“The EBA details the EU measures to restore confidence in the banking sector”**, página da web, 25.10.2011.

BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS (BIS) – **“BIS Quarterly Review”**, diversos números.

BELLUZZO, LGM – **“Soros e as vacilações da eurolândia”**, Valor, 04.10.2011: A13.

BRENDAN, Greeley – **“Crise da dívida na Europa põe a Alemanha no divã”**, em 29.09.2011: A11.

CARDIM DE CARVALHO *ET ALI* – **“Economia Monetária e Financeira: teoria e política”**, editora Campus, Rio de Janeiro, 2007.

CARNEGIE, H; PEEL, Q & BURGIS, T - **“Merkel e Sarkozy apoiam mudanças no tratado do euro”**, Valor, 25.11.2011: C2.

CHASSANY, A; PACKARD, S & CALLLANAN, N – **“Para vender ativo problemático, banco europeu financia comprador”**, Valor, 28.11.2011: C2.

COHEN, B.J. – **“Um Paraíso Perdido? O Euro Pós-Crise”**, texto apresentado para publicação ao IPA, abril de 2011.

DE GRAUWE, Paul – **“Only a more active ECB can solve the euro crisis”**, Centre for European Policy Studies (CEPS), Policy Brief nº 250, August 2011.

DER SPIEGEL - **“Houve uma clara crise de confiança”**, em 06.09.11.

ENRICH, D, MUNÔZ, S.S & KOWSMANN, P – **“Países da EU pressionam bancos a comprar bônus”**, Valor, 29.11.2011:C3.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), dados tirados do site do eurosistem em 05.10.2011.

FIORI, J.L. – **“O custo intangível do fracasso europeu”**, Valor, 22.09.2011: A15.

FOLHA DE SÃO PAULO – **“Agência rebaixa 12 bancos do Reino Unido”**, 04.10.2011: C8.

_____ - **“Agências de risco rebaixam notas de bancos da Espanha”**, 12.10.2011: A24.

_____ - **“Ameaça da agência abala papeis da França”**, 19.10.2011: A16.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI) – **“3ª e 4ª Revisão do *Stand-by Arrangement* assinado com a Grécia”**, IMF Report nº 11/175, março e julho de 2011.

_____ – **“Global Financial Stability Report”**, abril de 2009, maio de 2010, outubro de 2010 e setembro de 2011 (capítulo 2).

MARINHEIRO, Vaguinaldo – **“Europa propõe título público continental”**, Folha de São Paulo, 24.11.2011: A20.

MASTERS, B, HOLLINGER, P & BARKER, A – **“UE pede a recapitalização rápida de 16 bancos”**, Valor, 23.09.2011: C3.

MESQUITA, Mário – **“A Ponte”**, Folha de São Paulo, 05.10.11: B8.

MOREIRA, Assis – **“bancos europeus têm 8% dos ativos em títulos soberanos”**, Valor, 06.09.2011: C10.

OECD – **“Indicadores colhidos no site da Eurostat”**, em 21.11.2011.

PEEL, Quentin – **“Berlin says eurobonds no ‘panacea’ for crisis”**, Financial Times, 21.11.2011.

REINHART, C.M & ROGOFF, K.S – **“From Financial Crash to Debt Crisis”**, American Economic Review 101, August 2001: 1676-1706.

ROUBINI, Nouriel – **“Abaixo a zona do euro”**, Folha de São Paulo, 13.11.2011: B7.

SILVA, L.A.S. – **“O Desenvolvimento de Zonas Monetárias Regionais”**, trabalho apresentado ao PNPD/IPEA, agosto de 2011.

SINN, Hans-Werner – **“How to Rescue the Euro: Ten Commandments”**, VOXeu.org, October 3, 2011.

SOROS, George – **“Pensar o impensável na Europa”**, Valor, 16.09.2011: A15.

STANDARD & POOR’S – **“Standard & Poor’s rebaixa rating de longo prazo dos Estados Unidos para ‘AA+’ diante de riscos políticos e crescente carga da dívida; perspectiva negativa”**, na web, em 05.08.2011.

_____ - **“Standard & Poor’s aplica seus critérios atualizados para classificar os 37 maiores bancos e algumas de suas subsidiárias”**, nota à imprensa na sua página virtual de 29.11.2011.

THE ECONOMIST – **“How to save the euro”**, edição virtual de 17.09.2011.

TRICHET, Claude, **“Europeus defendem saúde dos bancos”**, Folha de São Paulo, 30.08.11: A15.

VALOR ECONÔMICO - **“Técnicos do FMI põem em questão os balanços de bancos europeus”**, 01.09.2011: C2.

_____ - **“Investidor teme que o pior para bancos esteja por vir”**, 04.10.2011 (a): C8.

_____ - **“Necessidades de curto prazo do Dexia somam € 96 bilhões”**, 04.10.2011 (b): C8.

_____ - **“Brasil também terá lista de bancos ‘grandes demais’”**, 07.11.2011: C10.

_____ - **“Espanha injeta € 1 bilhão em pequeno banco de Valência”**, 22.11.2011: C10.

_____ - **“BCs agem e indicam escalada da crise”**, 01.12.2011: C1.

VERON, Nicolas – **“The European Debt and Financial Crisis: origins, options”**, Congressional Testimony submitted to the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, September 22, 2011 (a).

_____ - **“Eurozone banks must be freed from national capitals”**, VOX Research-based policy analysis and commentary from leading economists, October 13, 2011 (b).

WHITTAKER, John – **“intra-eurosystem debts”**, Lancaster University Management School, March 30, 2011.

WOLF, Martin – **“Por que devemos ouvir os mercados”**, Valor, 08.09.11: A11.

WYPLOSZ, Charles – **“Crise da dívida na União Europeia mudou de dimensão”**, Valor, 08.09.2011: C8.