
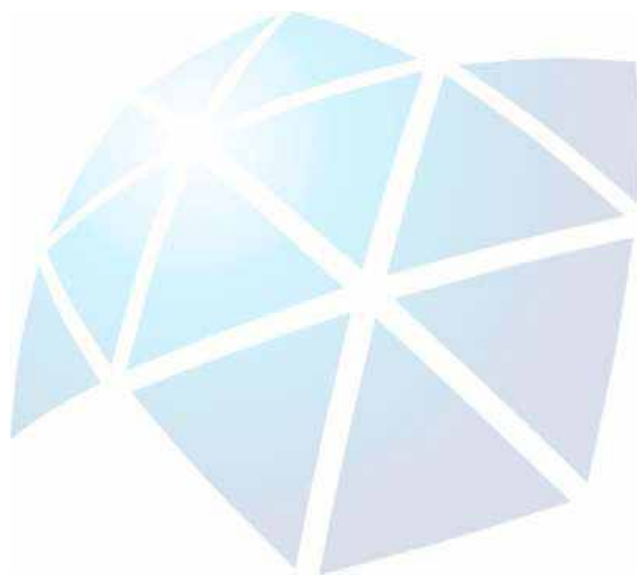


**unesp**  UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”  
Faculdade de Ciências e Letras  
Campus de Araraquara - SP

EDMILSON JORGE DE OLIVEIRA NETO

## **A crise da Grécia:** origens, interpretações e alternativas



ARARAQUARA – S.P.  
2014



EDMILSON JORGE DE OLIVEIRA NETO

## **A crise da Grécia:** origens, interpretações e alternativas.

Dissertação de Mestrado, apresentada ao Conselho, Departamento, Programa de Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa: Macroeconomia**

**Orientador: Eduardo Strachman**

**Bolsa: CAPES**

ARARAQUARA – S.P.  
2014

Oliveira Neto, Edmilson Jorge de  
A crise da Grécia : origens, interpretações e alternativas / Edmilson Jorge de  
Oliveira Neto – 2014  
76 f. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual Paulista “Júlio  
de Mesquita Filho”, Faculdade de Ciências e Letras (Campus de  
Araraquara)

Orientador: Eduardo Strachman

1. Grécia. 2. Euro (Moeda). 3. Dívidas -- Grécia. I. Título.



EDMILSON JORGE DE OLIVEIRA NETO

## **A crise da Grécia:** origens, interpretações e alternativas.

Dissertação de Mestrado, apresentada ao Conselho, Departamento, Programa de Pós em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia. Exemplar apresentado para exame de qualificação.

**Linha de pesquisa: Macroeconomia**  
**Orientador: Eduardo Strachman**  
**Bolsa: Capes**

Data da qualificação: 16/10/2013

### **MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:**

---

**Presidente e Orientador: Eduardo Strachman, Doutor**  
UNESP.

---

**Membro Titular: José Ricardo Fucidji, Doutor**  
UNESP.

---

**Membro Titular: Maryse Farhi, Doutora**  
UNICAMP.

**Local:** Universidade Estadual Paulista  
Faculdade de Ciências e Letras  
UNESP – Campus de Araraquara



“-Well, I’ve worked out a few statistics of my own. Fifteen billion dollars in gold bullion weighs 10.500 tons. Sixty men would take 12 days to load it onto 200 trucks. At the most you’ll have two hours before the military moves in and makes you put it back.

-Who mentioned anything about removing it? (...)

-You plan to break into the world’s largest bank but not to steal anything. Why?

-Go on, Mr. Bond.

-Mr. Ling, the Red Chinese agent at the factory, is a specialist in nuclear fission. But of course! His government’s given you a bomb! (...) If you explode it in Fort Knox the entire gold supply of the United States will be radioactive for 57 years. I apologize, Goldfinger. It’s an inspired deal. They get what they want, economic chaos in the West. And the value of your gold increases many times.

-I conservatively estimate ten times.

-Brilliant.”

Richard Maibaum e Paul Dehn. “Goldfinger”, 1964.





Para Beatriz



## AGRADECIMENTOS

Foram bons e maus tempos, os desse trabalho. Gostaria de agradecer a todos os que me ajudaram neste caminho de maneira direta ou indireta. Primeiramente meus ex-colegas de trabalho e meus superiores que me incentivaram a procurar a continuidade da minha formação e me deram o apoio para que eu seguisse meus caminhos. Também ao professor Hélio Zylberstajn que com muita paciência e presteza me auxiliou a tomar decisões a respeito da escolha da universidade quando tive o resultado da Anpec. Os conselhos que recebi foram muito importantes e não serão esquecidos.

Também agradeço meus colegas, certamente fundamentais na volta aos estudos, sem os quais as matérias do mestrado teriam sido muito mais difíceis. Nosso grupo de estudos rendeu boas notas e boas risadas. Aos professores da FCLAr, pelo conhecimento e pelo encorajamento para buscar novas áreas e novas perspectivas; assim como me permitiram realizar as pesquisas que escolhi e realizar o sonho de morar em Ruanda. O mestrado como um todo foi inesquecível por me proporcionar experiências acadêmicas e pessoais.

E finalmente, agradeço aos muitos amigos que me apoiaram e ajudaram com as inúmeras revisões dos textos, projetos, capítulos parciais e integrais. Isso tudo apesar da minha aversão às vírgulas. As contribuições de vocês foram inestimáveis.

Correndo o risco de ser injusto, deixo alguns nomes aqui na ordem; Fernando, Alex, Jaime, Ronco; meu orientador Eduardo, professores Luciana, Mario, Claudio; meus caros colegas do Ge-out, Amanda, Marina, Felipe, Rafael, Marília; aos colegas economistas, Henrique, Danilo, Rosa; e não-economistas (por sorte), Alexandre, Gabriela, Karelle, Mariah, Brian, Emily, Alison. Sua presença foi muito importante e farei o possível para lhes enviar uma cópia deste trabalho. E meu cão Hugo, que me ouvia ler muitos textos em voz alta, sua ausência será sempre sentida. Ndagukumbuye.

Obrigado a todos que estiveram ao meu lado nesses dois anos e meio. Hoje tenho a certeza de ser não apenas um economista melhor, mas uma pessoa melhor.



## RESUMO

Esta dissertação examina a crise grega de endividamento desencadeada a partir da chamada crise do *subprime* de 2008. A primeira parte do estudo se concentra na herança dos regimes autoritários que governaram a Grécia, entre 1930 e 1970. A seguir, são apresentadas duas visões distintas a respeito das causas do grande endividamento público grego, com grande contraste entre a visão oficial da *troika* (Comissão Europeia, Banco Central Europeu e FMI), responsável pelo plano de ajuste econômico imposto ao país; e a visão de economistas ligados ao *Levy Institute of Economics*. A partir disso, o estudo se volta para possíveis medidas que reduziriam o endividamento do país e esmiúça os detalhes do plano de reescalonamento da dívida grega, que envolveu medidas de austeridade e a maior operação de troca de títulos de dívida já feita. Conclui-se que as medidas adotadas foram suficientes para superar o problema do endividamento; no entanto, ao analisarmos detalhadamente a economia do país, notamos que os desequilíbrios e assimetrias de origem estrutural, produtiva, financeira e política, que levaram o país ao grande endividamento, ainda persistem.

**Palavras – chave:** Crise da Grécia. Troca de Títulos. Capital Levy. Zona do Euro.

## ABSTRACT

This dissertation examines the Greek debt crisis that followed the subprime crisis of 2008. The first part of this study focuses on the legacy left by the authoritarian regimes that ruled Greece between 1930 and 1970. Then, two different visions explaining the causes of the great public debt are presented, stressing the contrast between the official vision represented by the *troika* (European Commission, European Central Bank and IMF), responsible for the adjustment plan imposed on the country, and the vision of economists from the Levy Institute of Economics. Following that, the study examines possible alternatives to reduce the debt burden and the details of the debt write-off coordinated by the IMF that consisted in the enforcement of austerity measures and the biggest bond swap in history. The study concludes that the measures taken were enough to overcome the main problem – the excessive indebtedness – although the analysis of the economy shows that the structural, political, productive and financial imbalances and asymmetries that led the country to the debt still remain.

**Keywords:** Greek Crisis. Bond Swap. Capital Levy. Eurozone.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b>	Pirâmide etária grega (2012).	19
<b>Gráfico 2</b>	PIB <i>per capita</i> : Zona do Euro, União Europeia e Grécia.	20
<b>Gráfico 3</b>	Grécia – Composição do PIB a preços correntes (valores absolutos).	21
<b>Gráfico 4</b>	Grécia – Composição do PIB (%).	22
<b>Gráfico 5</b>	Zona do Euro – Conta Corrente.	28
<b>Gráfico 6</b>	Total de receitas em percentagem do PIB.	30
<b>Gráfico 7</b>	Participação da renda do trabalho no PIB.	31
<b>Gráfico 8</b>	Balanço setorial grego, em % do PIB.	40
<b>Gráfico 9</b>	Rendimentos dos títulos de 10 anos de países selecionados da Zona do Euro	49
<b>Gráfico 10</b>	Taxa de desemprego na Grécia (%).	56
<b>Gráfico 11</b>	Endividamento do Setor Privado (em % PIB), países selecionados.	68



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b>	Indicadores macroeconômicos selecionados para países com "crescimento da demanda baseado em endividamento", média 1999-2007, em %.	26
<b>Tabela 2</b>	Indicadores macroeconômicos selecionados para "economias mercantilistas baseadas em exportações", média 1999-2007, em %.	27
<b>Tabela 3</b>	Indicadores macroeconômicos selecionados para países com "crescimento baseado na demanda doméstica", média 1999-2007, em porcentagem.	29
<b>Tabela 4</b>	Gasto <i>per capita</i> com proteção social, 1997-2007 (média, em euros).	30
<b>Tabela 5</b>	Excesso de confiança em consumo e subinvestimento em comparação com a Europa.	33
<b>Tabela 6</b>	Exposição dos bancos à dívida grega, por país e setor (US\$ bilhões, quarto trimestre de 2009)	41
<b>Tabela 7</b>	Exposição dos Estados Unidos aos países da Zona do Euro, por país e setor (US\$ bilhões, terceiro trimestre de 2013).	43
<b>Tabela 8</b>	Origem das receitas do governo grego (em € bilhões).	54
<b>Tabela 9</b>	Grécia: Receitas e Despesas do Governo (€ bilhões)	56
<b>Tabela 10</b>	Total de despesas do governo (% do PIB).	56
<b>Tabela 11</b>	Dívida e Déficit do Setor Público (€ bilhões).	57
<b>Tabela 12</b>	Empréstimos e Juros, Grécia (€ bilhões).	64

## LISTA DE FIGURAS E CAIXAS

<b>Figura 1</b>	Armadilha fiscal	45
<b>Caixa 1</b>	O <i>capital levy</i> no século XX	63

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<b>CAC</b>	Collective Action Clause
<b>CDS</b>	Credit Default Swaps
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>Troika</b>	Comissão tripartite composta por FMI, Banco Central Europeu e Comissão Europeia
<b>UME</b>	União Monetária Europeia
<b>UE</b>	União Europeia

## SUMÁRIO

<b>1 APRESENTAÇÃO: A GRÉCIA</b>	<b>19</b>
<b>2 CAPÍTULO 1: A CRISE DE ENDIVIDAMENTO GREGA: ORIGENS, INTERPRETAÇÕES E OS DESEQUILÍBRIOS DO EURO</b>	<b>23</b>
<b>2.1 INTRODUÇÃO</b>	<b>23</b>
<b>2.2 UM CONTO DE TRÊS EUROPAS</b>	<b>25</b>
<b>2.1 AS ORIGENS POLÍTICAS DA CRISE EUROPEIA</b>	<b>29</b>
<b>2.2 A ENTRADA DA GRÉCIA NA ZONA DO EURO</b>	<b>32</b>
<b>2.3 O AJUSTE À CRISE</b>	<b>35</b>
<b>2.4 AS VISÕES CONTRASTANTES ACERCA DA POLÍTICA DE AUSTERIDADE</b>	<b>36</b>
<b>2.5 A EXPOSIÇÃO À CRISE GREGA</b>	<b>40</b>
<b>2.6 OS DESEQUILÍBRIOS ESTRUTURAIS DA ZONA DO EURO</b>	<b>43</b>
<b>2.7 CONCLUSÃO: A DINÂMICA ESPECULATIVA SOBRE A CRISE GREGA</b>	<b>44</b>
<b>3 CAPÍTULO 2: A DÍVIDA GREGA: IMPACTOS E ALTERNATIVAS SOB UM PONTO DE VISTA HISTÓRICO</b>	<b>51</b>
<b>3.1 INTRODUÇÃO</b>	<b>51</b>
<b>3.2 O FARDO DO ENDIVIDAMENTO</b>	<b>52</b>
<b>3.3 ALTERNATIVAS PARA LIDAR COM O ENDIVIDAMENTO</b>	<b>54</b>
<b>3.3.1 <i>DO NOTHING</i></b>	<b>54</b>
<b>3.3.2 FUNDO DE AMORTIZAÇÃO</b>	<b>55</b>
<b>3.3.3 TROCA DE TÍTULOS</b>	<b>57</b>
<b>3.3.4 REPÚDIO</b>	<b>58</b>
<b>3.3.4 INFLAÇÃO</b>	<b>59</b>
<b>3.3.5 O <i>CAPITAL LEVY</i></b>	<b>60</b>
<b>3.4 A DESVALORIZAÇÃO INTERNA</b>	<b>64</b>
<b>3.5 IMPACTOS DA SAÍDA DO EURO</b>	<b>67</b>
<b>4 CONCLUSÃO</b>	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>74</b>

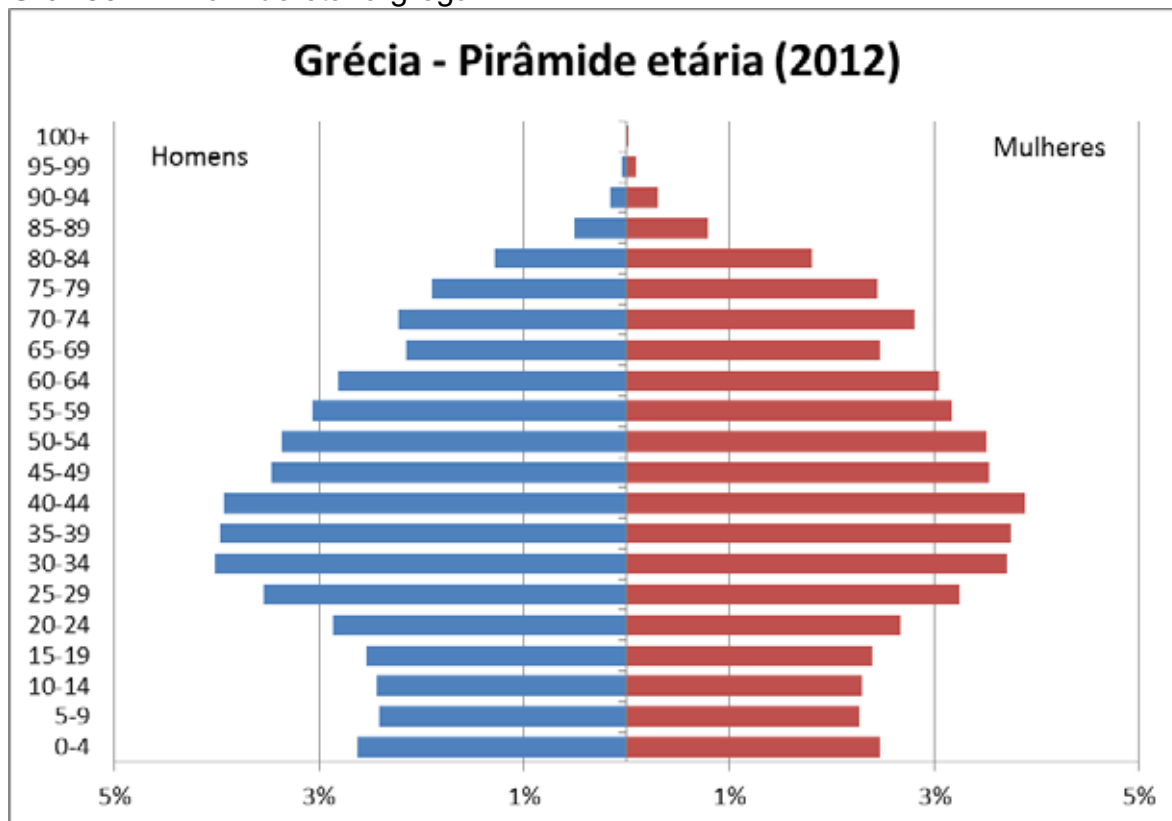
## 1. APRESENTAÇÃO: A GRÉCIA

O objetivo desta seção é apresentar alguns fatos estilizados sobre a economia grega e suas reais possibilidades, baseando-se em dados que auxiliem na compreensão do funcionamento da economia do país.

A Grécia é um país insular, com área de 131.990 km<sup>2</sup> (o estado brasileiro do Amapá possui área pouco maior, de 142.814km<sup>2</sup>) e terreno composto essencialmente por montanhas que se estendem até o mar como penínsulas ou conjuntos de ilhas. Dessa área, 63,8% é cultivável e os principais produtos são trigo, milho, cevada, beterraba, azeitona, uva, tabaco, batata, tomate e banana. Os recursos naturais disponíveis no país são principalmente minerais: linhito (uma espécie de carvão), petróleo, minério de ferro, chumbo, zinco e níquel.

A população grega é de 11.110.000 habitantes (ONU, 2012), dos quais 4.951.158 fazem parte da força de trabalho. Segundo o Eurostat, em Setembro de 2013 a taxa de desemprego chegou a 27,4%.

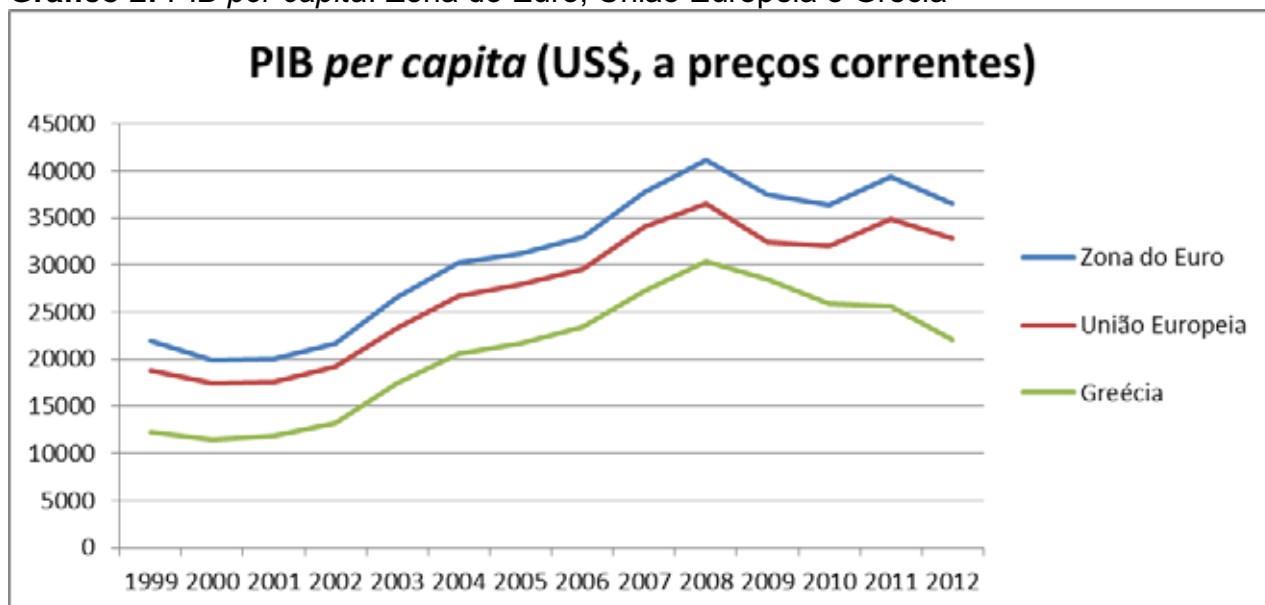
**Gráfico 1:** Pirâmide etária grega



Fonte: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division. World Population Prospects: The 2012 Revision. (Medium variant)

O PIB grego é de US\$ 245,8 bilhões, e o PIB *per capita* é de 22.082 US\$ (Eurostat, 2012): menor em comparação com a média dos países da União Europeia e da Zona do Euro.

**Gráfico 2:** PIB *per capita*: Zona do Euro, União Europeia e Grécia

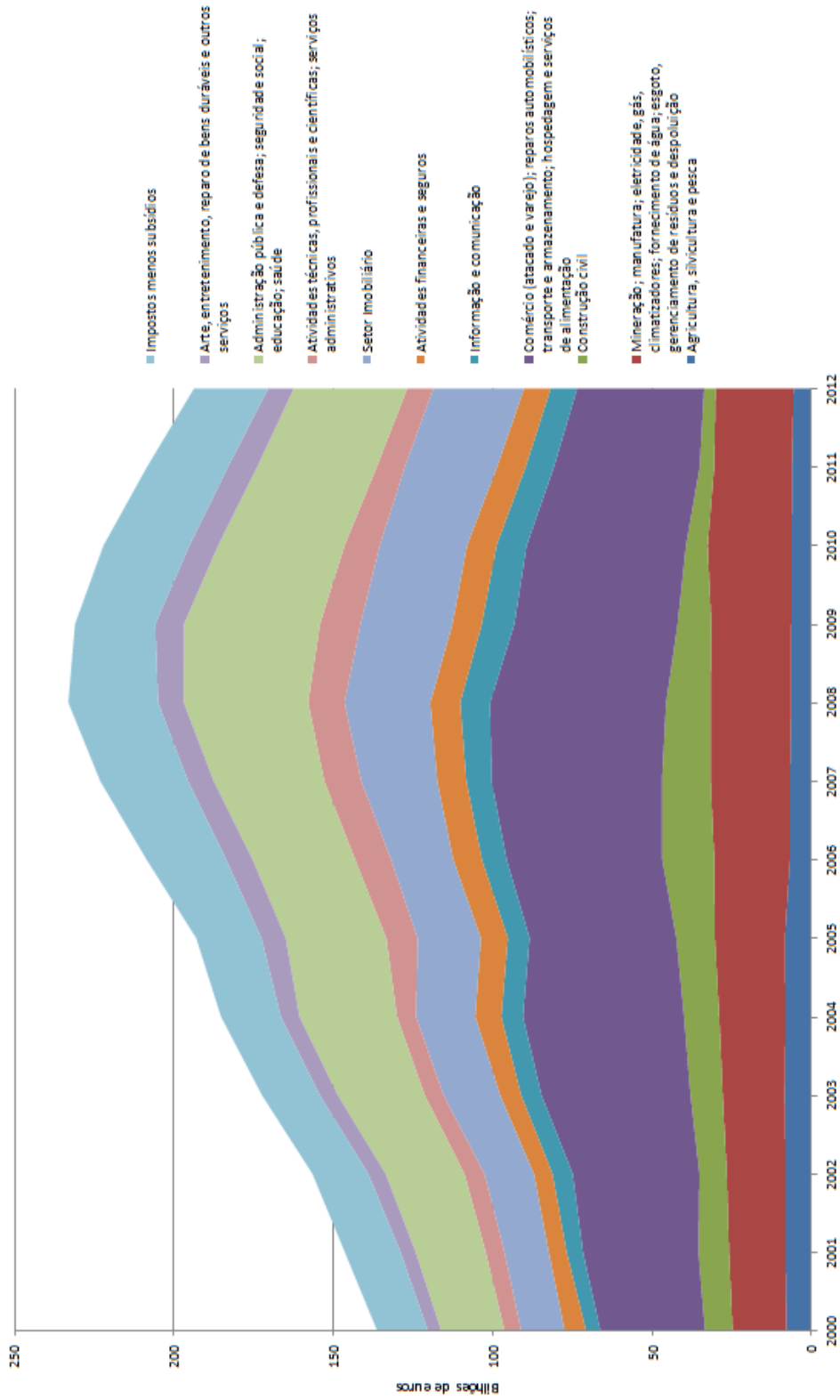


Fonte: Eurostat

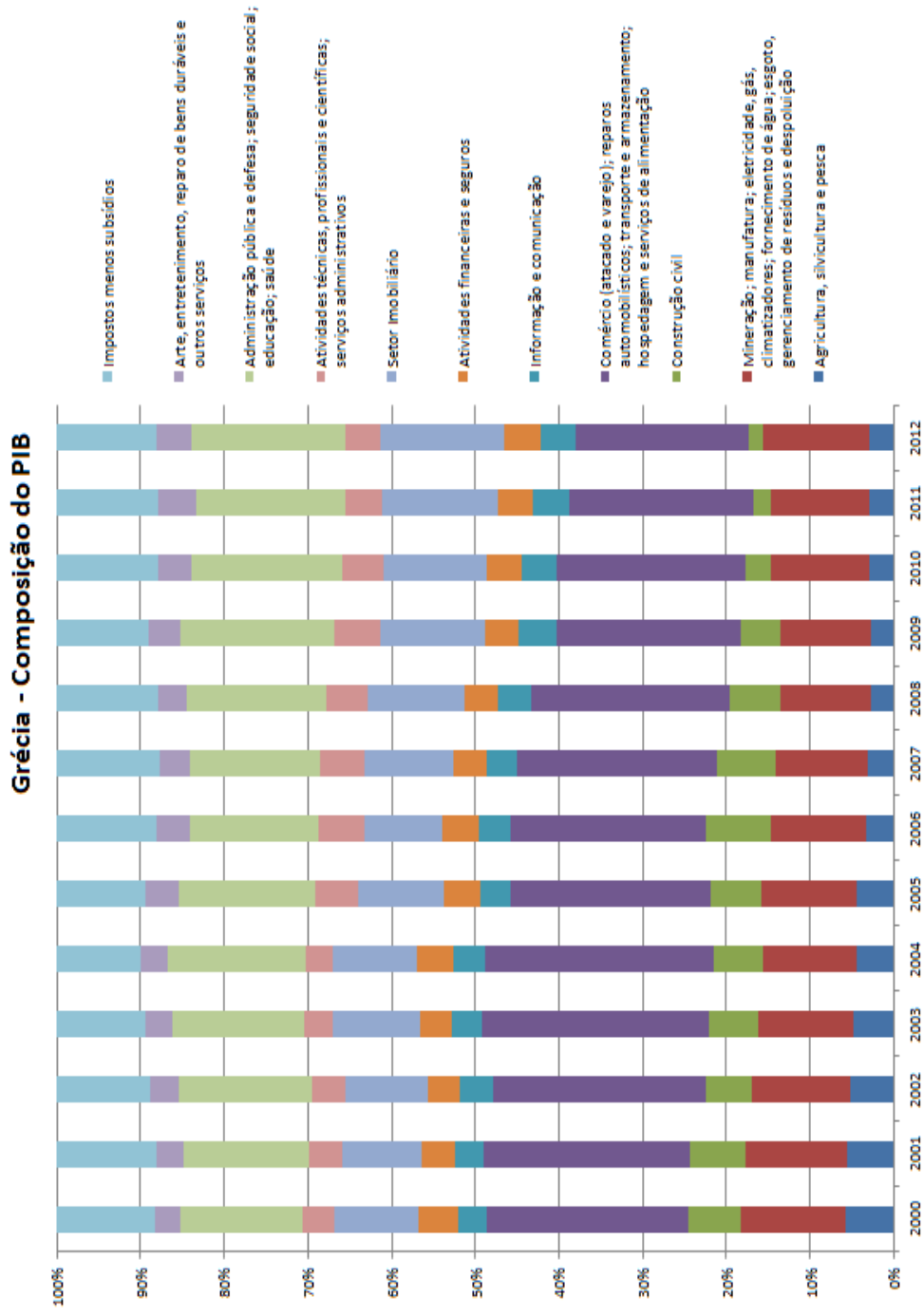
A composição do PIB por setor é: agricultura 3,4%; indústria 16% e serviços 80,6%, sendo que 18,6% dos serviços estão ligados ao turismo. A força de trabalho empregada em cada setor é de 12,4%; 22,4% e 65,1%, respectivamente. Já o valor agregado por setor mostra que não houve grande alteração ao longo dos anos 2000: apenas as despesas públicas cresceram, ainda que relativamente. É preciso cautela ao analisar esses dados, uma vez que os indicadores absolutos e relativos podem levar a conclusões opostas. Aqueles mostram que as despesas dobraram entre 2000 e 2009; porém estes indicam que sua participação no PIB teve um aumento de 4%. Com o romper da crise e o consequente ajuste as despesas diminuíram (em valores absolutos) às mesmas taxas do período anterior; no entanto a contração do PIB indica um aumento na sua participação em termos relativos.

Esse tipo de análise será frequente ao longo deste trabalho, uma vez que a contração do PIB pode relativizar as conclusões tomadas a partir dos dados observados.

**Gráfico 3: Grécia – Composição do PIB a preços correntes (valores absolutos)**  
**Grécia - Composição do PIB a preços correntes (valores absolutos)**



**Gráfico 4: Grécia – Composição do PIB (%)**



Fonte: Eurostat



## 2. CAPÍTULO I: A CRISE DE ENDIVIDAMENTO GREGA: ORIGENS, INTERPRETAÇÕES E OS DESEQUILÍBRIOS DO EURO

### 2.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é analisar a crise grega de endividamento desencadeada a partir da crise *subprime* de 2008, sob diferentes óticas. De um lado, apresenta-se a visão *mainstream* proposta pelo FMI e ecoada por diversos economistas e instituições; e, como contraponto, expõe-se uma visão que enfatiza o caráter político das origens do déficit público grego.

É importante salientar que a crise grega está dentro de um contexto de crise na periferia europeia, com características de crise soberana. Os países mais afetados são Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Esse grupo recebeu o bastante pejorativo acrônimo PIIGS (algo como “POORCOS”, em português, ou ainda GIPSI, parecido com “CIGANOS”, ou ainda *Clube Méditerranée*, induzindo a culpabilidade nas dificuldades destes países à sua indolência, imprevidência, falta de cuidado, aplicação e, porque não dizer, asseio para o trabalho e a vida, etc., difundindo a ideia de que viviam “além de suas possibilidades”) mas que, por motivos diversos, chegaram a uma situação de insolvência, sendo o caso grego o mais grave. Ao longo deste trabalho, alguns dados destes países serão apresentados; porém sempre com foco na Grécia.

A primeira parte desta análise se concentrará em grupos de países com comportamento econômico semelhante durante a década de 2000. Além disso, o exame das heranças pretéritas aos regimes políticos dos países que estão mais severamente endividados constatará que nos países mais severamente endividados (Grécia, Portugal e Espanha) a carga tributária é baixa, regressiva e sua cobrança é ineficiente em comparação com os demais países do EU15 (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Reino Unido e Suécia; membros da União Europeia antes da entrada de dez novos países em 2004). Segundo Navarro (2011), a herança dos regimes autoritários foi fundamental para a crise fiscal do Estado grego.

Em seguida, examina-se o comportamento da economia grega ao longo da década de 2000, até a crise do *subprime*, em 2008, e seu desempenho paradoxal. Apesar de taxas de crescimento consistentemente maiores do que a média dos países da União Europeia, a Grécia se endividou até chegar a uma situação tipo Ponzi, na conhecida acepção de Minsky, na qual a entrada de novos capitais (e o saldo em transações correntes) não era(m) suficiente(s) nem para o pagamento dos juros da dívida acumulada, quanto mais para outras obrigações, como amortizações. Diante do temor de não conseguir honrar seus compromissos com os credores internacionais, a Grécia, em 2010, recorreu ao FMI, com o qual estabeleceu uma série de acordos para a obtenção de novos empréstimos, entre eles, uma política de ajuste para a geração de superávits. O diagnóstico da crise e as políticas de ajuste são o tema da seção subsequente.

Apresenta-se, na sequência, a relação entre a crise econômica americana e a crise europeia, com o objetivo de entender como estas economias estão interligadas e o tamanho da exposição dos bancos americanos à crise europeia: de cerca de um terço de seus ativos, ou US\$ 3 trilhões. Papadimitrou e Wray (2011) afirmam categoricamente que o *default* da Grécia poderia ser o estopim de uma nova crise financeira mundial. Muitos acreditam que esse seja o principal motivo para que não haja uma redução do valor a ser pago pela Grécia e dos esforços da *troika* (FMI, Banco Central Europeu e Comissão Europeia) para que o país se mantenha solvente.

Finalmente, a análise vai se concentrar nos desequilíbrios estruturais da criação da Zona do Euro e nos equívocos cometidos quando da adoção da moeda única. Assim, a adoção do euro trouxe benefícios à Grécia no curto prazo, mas não reduziu os desequilíbrios entre os países-membros, causando a posterior necessidade de um ajuste ainda mais severo a ela e outros países endividados.

Na conclusão, esses fatores são apresentados em conjunto, de modo a se perceber que a dificuldade de solução da crise passa pela criação de políticas que permitam o crescimento dos países acompanhado de redução do endividamento e reformas fiscais que tornem os impostos mais progressivos.

## 2.2 Um conto de três Europas

De acordo com Hein (2012a), os países europeus podem ser divididos em três subgrupos que apresentam características semelhantes, no que tange ao comportamento de suas economias, do período da adoção da moeda comum (1999 a 2002) até o estouro da crise *subprime* nos EUA. Ele define, então, esses três tipos de capitalismo europeu, que, apesar de heterogêneos, passam todos por um processo de financeirização. O primeiro é classificado como “crescimento da demanda baseado no endividamento”; em que o aumento do crédito impulsionou a demanda agregada e a alta dos lucros, às custas da diminuição da renda proveniente do trabalho e da estagnação do investimento real – ambos sinais de um capitalismo dominado pelas finanças.

Os países que apresentam essas características no período entre 1999 e 2007 foram Grécia, Irlanda e Espanha. Essas economias passaram por aumentos consideráveis no preço dos imóveis e/ou na relação entre riqueza e renda no período considerado (Girouard et al., 2007; Hein, 2012b). O efeito renda, associado à liberalização dos mercados financeiros e às menores exigências para acesso ao crédito, causou um grande crescimento do consumo.

No período entre 2000 e 2008, 97% do crescimento da economia grega se deu pelo consumo público e privado (Eurostat, 2012). Apesar do maior crescimento do PIB grego em relação aos outros países da Zona do Euro, o endividamento das famílias cresceu. E como os gastos domésticos excediam a renda nacional, a Grécia teve de recorrer a empréstimos para cobrir o déficit em conta corrente.

Para esses três países, menor produtividade do trabalho e a apreciação do euro contribuíram para o déficit em suas balanças comerciais; uma vez que os produtos importados de outros países da EU não são taxados internamente. Com o tempo essa situação também contribuiu para o definhamento da indústria desses países que, reféns de uma moeda única sobre a qual não podem intervir, tampouco atuaram no sentido de proteger estas indústrias ou torná-las mais eficientes.

**Tabela 1:** Indicadores macroeconômicos selecionados para países com "crescimento da demanda baseado em endividamento", média 1999-2007, em %

	Grécia	Irlanda <sup>1</sup>	Espanha
Variação anual da participação da renda do trabalho no PIB a preços correntes	-0,5	-0,1	-0,5
Balanço financeiro do setor externo (balança comercial e transferências) em relação ao PIB nominal (+ = déficit em transações correntes)	11,7	1,4	5,7
Balanço financeiro do setor público em relação ao PIB nominal (- = déficit público)	-5,3	1,6	0,2
Balanço financeiro do setor privado em relação ao PIB nominal	-6,4	-3,0	-5,9
Balanço financeiro das famílias em relação ao PIB nominal	-9,3	-6,3	-1,1
Balanço financeiro das empresas em relação ao PIB nominal	2,9	3,3	-4,7
Crescimento real do PIB	4,1	6,6	3,7
Contribuição da demanda interna ao crescimento, incluindo ações	4,8	5,3	4,8
Contribuição do consumo privado ao crescimento	2,6	2,9	2,3
Contribuição do consumo público ao crescimento	0,7	0,9	0,9
Contribuição da FBKF ao crescimento	1,5	1,5	1,6
Contribuição da balança de bens e serviços ao crescimento	-0,8	1,3	-1,0
Exportações líquidas de bens e serviços em relação ao PIB nominal	-11,5	13,4	-3,8
Crescimento real do custo unitário do trabalho	2,6	3,6	3,0
Inflação	3,2	3,4	3,1
Crescimento efetivo da taxa de câmbio nominal	1,1	0,9	0,7
Crescimento efetivo da taxa de câmbio real relativa à EU	0,8	2,7	1,7

<sup>1</sup>: no caso da Irlanda, o déficit em conta corrente foi resultado das transferências de renda. Apesar da balança comercial e de serviços ser positiva, países desse grupo tiveram um balanço negativo do setor privado acompanhado por grande crescimento do consumo.

Fonte: Comissão Europeia.

A contraparte do capitalismo de “crescimento da demanda baseado no endividamento” ao nível europeu são as “economias mercantilistas baseadas em exportações”, grupo composto por Alemanha, Holanda, Bélgica, Áustria e Finlândia. A economia desses países é caracterizada por superávits em suas balanças comerciais e contas correntes. A relativamente baixa demanda interna, associada à baixa inflação e alta produtividade do trabalho foram fatores decisivos para o crescimento das exportações – sobretudo para os países do primeiro grupo, deficitário, cuja demanda estava aquecida.

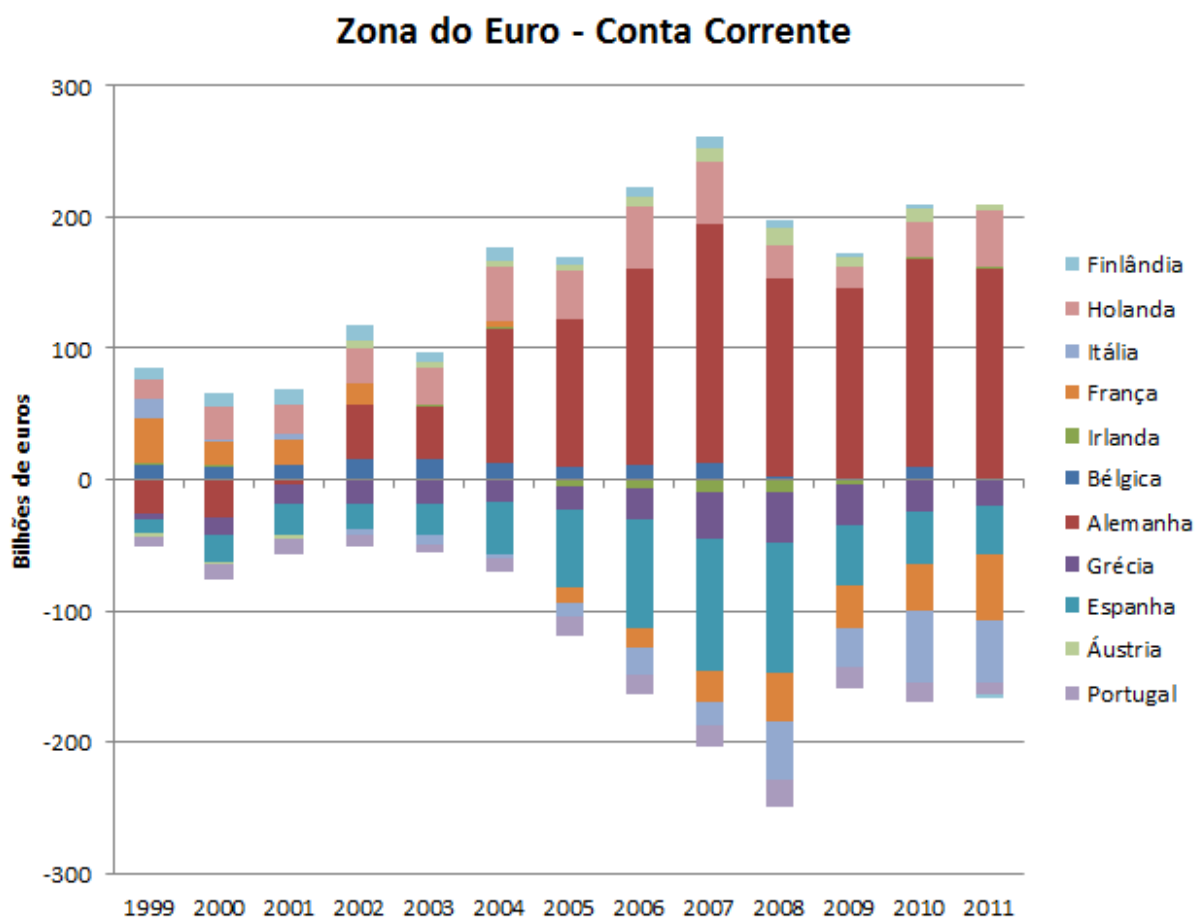
**Tabela 2:** Indicadores macroeconômicos selecionados para "economias mercantilistas baseadas em exportações", média 1999-2007, em %

	Áustria	Bélgica	Finlândia	Alemanha	Holanda
Varição anual da participação da renda do trabalho no PIB a preços correntes	-0,7	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3
Balanço financeiro do setor externo em relação ao PIB nominal (+ = déficit em transações correntes)	-1,5	-4,4	-6,1	-2,7	-6,8
Balanço financeiro do setor público em relação ao PIB nominal (- = déficit público)	-1,8	-0,4	3,8	-2,2	-0,5
Balanço financeiro do setor privado em relação ao PIB nominal	3,2	4,8	2,3	4,9	7,3
Balanço financeiro das famílias em relação ao PIB nominal	4,3	4,2	-2,3	5,2	0,1
Balanço financeiro das empresas em relação ao PIB nominal	-1,2	0,6	4,7	-0,2	7,0
Crescimento real do PIB	2,6	2,3	3,6	1,7	2,5
Contribuição da demanda interna ao crescimento, incluindo ações	1,6	1,9	2,8	0,8	2,0
Contribuição do consumo privado ao crescimento	0,9	0,8	1,7	0,5	0,8
Contribuição do consumo público ao crescimento	0,3	0,4	0,3	0,1	0,7
Contribuição da FBKF ao crescimento	0,3	0,6	0,7	0,2	0,4
Contribuição da balança de bens e serviços ao crescimento	0,8	0,4	0,7	0,9	0,5
Exportações líquidas de bens e serviços em relação ao PIB nominal	3,5	4,3	7,1	3,8	6,7
Crescimento real do custo unitário do trabalho	0,5	1,6	1,1	-0,1	2,2
Inflação	1,7	2,0	1,6	1,6	2,4
Crescimento efetivo da taxa de câmbio nominal	0,6	0,6	0,8	0,8	0,5
Crescimento efetivo da taxa de câmbio real relativa à EU	-0,7	0,4	0,0	-1,5	1,1

Fonte: Comissão Europeia

O gráfico 5 mostra os dados para a conta corrente de países selecionados da Zona do Euro. De maneira geral, os superavitários têm como contrapartida países deficitários dentro da própria Zona. Individualmente, os países podem ter desequilíbrios em suas transações com o resto do mundo; mas em termos agregados este valor tende a ser muito baixo. Note-se que a diferença entre países aumentou bastante até o início da crise.

**Gráfico 5:** Zona do Euro – Conta Corrente



Fonte: Eurostat.

O último grupo de economias descrito por Hein (2012a) está entre o grupo dos endividados e o dos exportadores – são os países com “crescimento baseado na demanda doméstica”. Essa característica também vale para a Zona do Euro como um todo: o crescimento dos países se deu essencialmente pelo crescimento da demanda dentro da própria Zona, somando os países mais fortemente importadores, exportadores ou aqueles com crescimento fundado na demanda interna.

Os países que experimentaram “crescimento baseado na demanda doméstica” foram Portugal, França e Itália. A parcela do crescimento devido às exportações foi próxima de zero nesses países.

**Tabela 3:** Indicadores macroeconômicos selecionados para países com "crescimento baseado na demanda doméstica", média 1999-2007, em percentagem

	França	Itália	Portugal	UE-12
Variação anual da participação da renda do trabalho no PIB a preços correntes	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Balanço financeiro do setor externo em relação ao PIB nominal (+ = déficit em transações correntes)	-0,5	0,4	9,4	-0,5
Balanço financeiro do setor público em relação ao PIB nominal (- = déficit público)	-2,7	-2,9	-4,1	-1,9
Balanço financeiro do setor privado em relação ao PIB nominal	3,2	2,4	-5,3	2,4
Balanço financeiro das famílias em relação ao PIB nominal	3,8	3,8	0,4	
Balanço financeiro das empresas em relação ao PIB nominal	-0,7	-1,2	-5,6	
Crescimento real do PIB	2,2	1,5	1,8	2,2
Contribuição da demanda interna ao crescimento, incluindo ações	2,5	1,7	1,9	2,1
Contribuição do consumo privado ao crescimento	1,4	0,7	1,4	1,1
Contribuição do consumo público ao crescimento	0,4	0,4	0,4	0,4
Contribuição da FBKF ao crescimento	0,7	0,5	0,0	0,6
Contribuição da balança de bens e serviços ao crescimento	-0,3	-0,1	-0,1	0,1
Exportações líquidas de bens e serviços em relação ao PIB nominal	0,4	0,6	-9,0	1,6
Crescimento real do custo unitário do trabalho	1,8	2,3	2,7	1,5
Inflação	1,8	2,3	2,9	2,1
Crescimento efetivo da taxa de câmbio nominal	0,7	0,9	0,4	1,5
Crescimento efetivo da taxa de câmbio real relativa à EU	0,6	1,2	1,2	0,3

Fonte: Comissão Europeia.

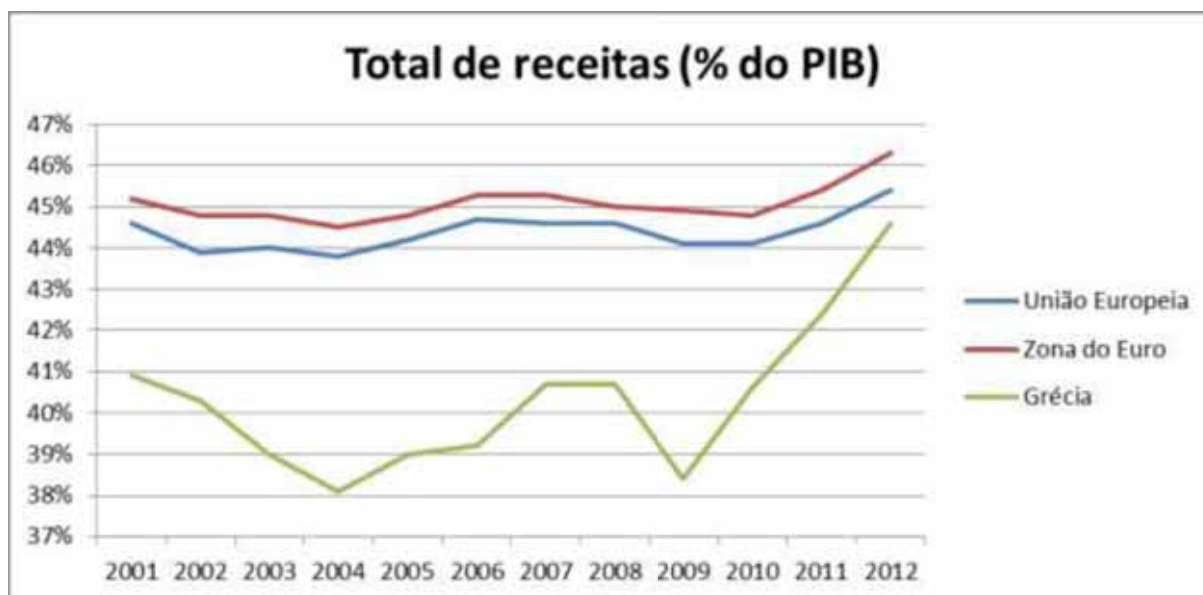
### 2.3 As origens políticas da crise europeia

Um aspecto fundamental para o grande endividamento de Grécia, Portugal e Espanha foi o regime político vigente nestes países, entre os anos 1930 e 1970, período em que foram governados por ditaduras fascistas, o que ajudou a determinar, posteriormente, o rumo de suas economias.

Uma importante característica comum herdada dos antigos governos de direita é a rápida aceitação recente das políticas neoliberais promovidas para acelerar o aceite destes países na União Europeia. Essas políticas culminaram na redução da carga tributária – especialmente para as camadas de renda mais alta – criando um déficit público estrutural e alterando a composição da arrecadação, com a concentração dos impostos sobre o consumo e a renda do trabalho. A receita de impostos da Grécia é historicamente bem menor em

comparação à média do EU-15 e da União Europeia, como se pode perceber no Gráfico 6, abaixo.

**Gráfico 6:** Total de receitas em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Apesar disso, o “consenso” é o de que a Grécia tem gastos muito altos, de maneira que a oposição às políticas de austeridade indicaria uma recusa de governos e cidadãos a viver dentro de suas possibilidades. O sistema de proteção social grego é consideravelmente menor do que o de outros países da Zona do Euro, como podemos ver na Tabela 4; e mesmo a análise do custo de administração desse sistema não evidencia ineficiências. Ao mesmo tempo, pouco se fala sobre a regressividade e ineficiência de seu sistema tributário, além da grande evasão fiscal.

**Tabela 4:** Gasto *per capita* com proteção social, 1997-2007 (média, em euros).

	EU-12	Alemanha	França	Grécia	Espanha	Portugal	Irlanda	Reino Unido
Benefícios de proteção social	6.251,8	7.432,2	7.350,1	3.350,5	3.669,4	2.825,6	5.308,0	7.171,7
Custos de administração	221,5	259,4	318,2	102,5	82,1	74,0	354,8	176,6
Saúde	1.782,9	2.160,0	2.157,4	944,7	1.115,2	856,6	2.148,1	2.066,1
Seguro desemprego	426,2	549,4	533,9	191,4	452,3	136,9	449,1	203,1
Pensões	2.428,1	2.558,3	2.778,1	1.646,8	1.404,8	1.126,4	1.167,7	3.006,5

Fonte: Eurostat.

Papadimitrou, Wray e Nersisyan (2010) explicam que o aumento do déficit grego tem uma natureza endógena, sendo resultado de estabilizadores automáticos da economia. Com a economia europeia entrando em recessão,

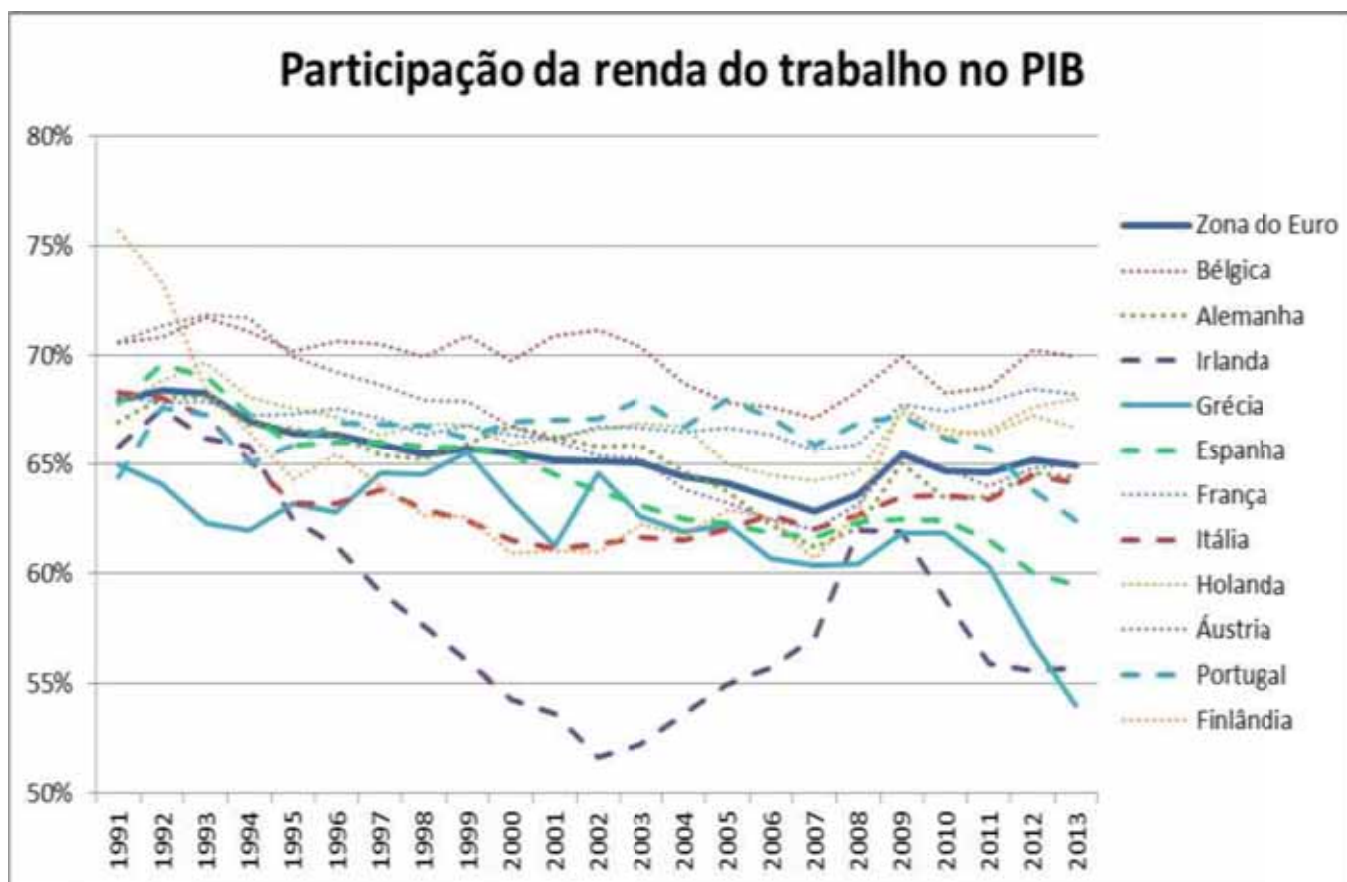


as receitas de impostos diminuíram e os gastos sociais (auxílio desemprego, por exemplo) aumentaram. A retomada do crescimento diminuiria o déficit automaticamente, via aumento na arrecadação de impostos e diminuição de transferências sociais.

A estratégia adotada de aumento de impostos e corte de gastos, no entanto, faz com que a renda nacional diminua – e também a arrecadação de impostos – o que tende a aumentar o déficit. Menor renda também significa menor demanda, o que agrava a situação do desemprego, resultando numa trajetória econômica descendente.

Outro resultado das políticas neoliberais implementadas a partir dos anos 1980 foi o declínio relativo da renda proveniente do trabalho, causando diminuição do poder de compra das camadas populares, que recorreram ao endividamento para a manutenção de seu padrão de vida. O crédito era abundante, ao mesmo tempo em que a bolha imobiliária elevava o preço dos imóveis, de forma a permitir o endividamento das famílias.

**Gráfico 7:** Participação da renda do trabalho no PIB



Fonte: Eurostat.

Quando a bolha dos imóveis estourou, emprego e consumo diminuíram sensivelmente, também reduzindo a fonte de receitas do governo e evidenciando déficits estruturais, em diversos países. Na Grécia, o déficit público passou de 6,4% do PIB em 2007, para 15,4% em 2009.

#### 2.4 A entrada da Grécia na Zona do Euro

De acordo com Polychroniou (2011), o déficit grego não foi uma exclusividade dos anos 2000: desde o governo Papandreou nos anos 1980 o país incorreu em déficits, com os gastos públicos excedendo as receitas em 8% do PIB em média pelas duas décadas seguintes. Ao final da década de 1990 a economia grega enfrentava diversos problemas: aumento no desemprego e no déficit público; uma infraestrutura ultrapassada e marcada pela fraca competitividade; e grande corrupção em todos os níveis governamentais. Apesar disso, estando diante da possibilidade de entrada na Zona do Euro, o país buscou a consultoria do banco Goldman Sachs, que ajudou a mascarar a real situação das contas públicas, a fim de atingir os requerimentos necessários à adoção da moeda única (Coriat, Lantenois, 2011; Polychroniou, 2011, 2012; Navarro, 2011).






A entrada da Grécia na Zona do Euro deu-se também pela oportunidade, para um conjunto de países, de ascender na hierarquia de moedas, trocando suas moedas nacionais “mais fracas” por uma moeda nova e “mais forte”, propiciando-se, assim, melhor acesso às fontes de crédito com juros mais baixos. O custo de financiamento grego caiu de 12 para 4% ao ano; além disso, o custo de produção seria ainda mais reduzido via o novo câmbio apreciado.

Após a entrada na Zona do Euro, a economia grega teve um desempenho paradoxal. Apesar da ideia generalizada de que o crescimento e a produtividade aumentariam em simultâneo com ganhos de competitividade, esta última diminuiu 10% entre 2000 e 2009. Ainda assim o país registrou um crescimento médio do PIB da ordem de 4% a.a. no período compreendido entre 1997 e 2007 – baseado especialmente nas transferências da UE e no aumento dos gastos do governo, financiados via aumento do endividamento – que dobrou entre 2001 e 2009 (Polychroniou, 2011). Ao mesmo tempo, aumentaram as obrigações com juros: de acordo com o Banco da Grécia,

foram pagos € 208 bilhões aos credores entre 2004 e 2011, ao passo que a dívida não apenas deixou de recuar, mas cresceu de € 105 bilhões para € 185 bilhões, evidenciando um esquema de endividamento do tipo Ponzi muito semelhante àquele enfrentado por vários países em desenvolvimento nas décadas de 1970 e 1980.

Durante os anos 2000 a Grécia passou por recordes históricos de consumo, cujo aumento correspondeu a 97% do crescimento do PIB entre 2000 e 2008. No mesmo período o investimento caiu para cerca de 15% do PIB. O país não aproveitou esse crescimento do consumo para melhorar sua estrutura produtiva, de modo que o déficit em sua balança comercial teve importante impacto sobre o crescimento da dívida externa, que chegou a 89% do PIB em 2009.

**Tabela 5:** Excesso de confiança em consumo e subinvestimento em comparação com a Europa

	Crescimento do PIB total 2000-08 (bilhões de euros)	Percentual do crescimento acumulado do PIB 2000-08 atribuído a		
		Consumo público e privado	Investimentos	Exportações líquidas
	89	97	15	-12
	857	82	27	-9
	628	87	17	-4
	1.170	71	17	11
	2.654	79	20	1

<sup>1</sup> Europa do sul: Grécia, Itália, Portugal e Espanha

<sup>2</sup> Europa do norte: Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Suécia, Reino Unido

<sup>3</sup> Europa continental: Áustria, Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Luxemburgo

<sup>4</sup> Zona do Euro

Fonte: Eurostat.

Antes mesmo da eclosão da crise financeira global em 2008 a economia grega já sofria com uma relação dívida/PIB superior a 100%; falta de investimentos públicos; discrepâncias entre receitas e despesas públicas e, hoje sabemos, maquiagem de contas públicas, de forma a esconder a precariedade da gestão pública – assim, a eclosão de uma crise era questão

de tempo. A situação econômica do país era bastante difícil e a política fiscal altamente pró-cíclica: aos primeiros sinais de contágio da crise *subprime*, a diminuição do consumo e do emprego agravou ainda mais a situação das contas do governo.

“But Greece’s debt crisis did not come out of the blue. While it may have been precipitated by the financial global crisis of September-October 2008 (the deficit had climbed to 15,4 as percent of GDP), it had long been in the making. It was, in effect, a time bomb waiting to explode. As the analysis of the historical context of Greece’s political economy that followed should suggest, the Greek economic model of growth was highly flawed and contained numerous severe contradictions that were waiting to explode. (...) in Greece, income tax rates were always very low and tax evasion massive, and the government ran a continual deficit – building up an immense stock of national debt consistently well over 100 percent of GDP” (Polychroniou, 2011 p.14).

Diante deste cenário, a reação inicial da autoridade monetária europeia foi de afastamento, sob o argumento da inexistência de um organismo que pudesse oferecer ajuda à Grécia e outros países que porventura fossem alvo de desconfiança dos mercados. Nesse período, outros países da Zona do Euro reiteravam a intenção de cumprir os acordos da União Europeia que impedem o socorro a países signatários; uma vez que o clamor popular era radicalmente contra novos resgates de países e instituições financeiras.

Com isso, as expectativas se deterioraram rapidamente, levando a um forte aumento da percepção de riscos e a uma acentuada elevação das taxas de juros demandadas pelos investidores para aceitar financiar esses países, num episódio semelhante aos *sudden stops* de fluxos de capitais que atingiram as economias emergentes na década de 1990. Caso tivesse de se financiar a essas elevadas taxas de juros, a Grécia, por exemplo, seria levada à inadimplência. Configurou-se assim, no primeiro trimestre de 2010, um ataque especulativo contra o euro que se expressava tanto pela forte depreciação da moeda única europeia quanto por um acentuado aumento das posições em derivativos de crédito, tendo por ativos subjacentes os títulos das dívidas soberanas dos países da União Monetária Europeia.

A crise *subprime* de 2008 evidenciou, portanto, o caráter falho e contraditório das políticas gregas, financiadas num esquema de endividamento Ponzi que se encontrava perto de seu limite. Este foi o ponto de inflexão para a economia grega, que se viu diante da necessidade de recorrer à ajuda externa. E essa ajuda externa estava condicionada à imposição de medidas

coordenadas *a priori* pelo FMI e posteriormente pela *troika* (composta por FMI, Banco Central Europeu e Comissão Europeia).

## 2.5 O ajuste à crise

Diante da necessidade de a Grécia recorrer ao FMI, este enfatizou a urgência na promoção de ajustes, tendo em vista considerar o aumento nos gastos do governo como componente principal para a situação do país. O Fundo propôs um conjunto de reformas liberalizantes que, por um lado, tinham como objetivo gerar novas receitas por meio de privatizações, mas também diminuir os gastos do governo, redefinindo o papel do Estado como regulador. Haliassos e Vayanos (2011) defendem a visão apresentada pelo FMI e propõem três reformas principais: liberalização dos mercados e criação de um novo arcabouço regulatório, mudanças no sistema judiciário e criação de incentivos baseados em produtividade para o setor público, com a necessidade de redução dos salários.

Em fevereiro de 2010 a Grécia assinou o primeiro de uma série de acordos para receber novos empréstimos e honrar seus compromissos com os credores. Esses acordos previam a imposição de medidas de austeridade como condição ao recebimento dos novos empréstimos que, *a priori*, apenas garantiriam a solvência do país no curtíssimo prazo e evitariam, talvez, o colapso do sistema financeiro mundial.

As políticas de ajustes adotadas seguiram o receituário recessivo usual proposto pelo FMI em situações semelhantes: cortes no orçamento e nos salários dos servidores públicos; reforma nos sistemas previdenciário e de saúde; aumentos nos impostos. Além disso, a Grécia deve reformular o papel do Estado por meio de privatizações, liberalização do mercado de bens e flexibilização do mercado de trabalho, passando a atuar sobretudo como um Estado regulador.

Essas medidas de austeridade foram aceitas pelo BCE e pelo FMI, que aprovaram em maio de 2010 um novo empréstimo de € 110 bilhões, divididos em três anos, com o objetivo de manter a Grécia solvente; em contrapartida, havia exigências de metas para o déficit público grego, que deveria ser reduzido em 11% do PIB nesse período, gerando economia de € 30 bilhões (Coriat e Lantenois, 2011). Data dessa época a criação da *troika* – a comissão

tripartite para tratar das medidas necessárias aos países endividados europeus – composta por FMI, Banco Central Europeu (BCE) e Comissão Europeia.

É importante salientar que há disposições institucionais da Zona do Euro que impedem BCE e outros países do bloco de adquirir títulos de dívida dos países-membros (“*no bail out*”, artigo 125 do Tratado de Lisboa), refletindo o poder da Alemanha na montagem do Euro, com um conservadorismo que se revelou excessivo e prejudicial.

Em 2011 as consequências das medidas de ajuste fiscal já se tornaram visíveis: o consumo caiu 4,5%, enquanto o investimento recuou 16,5%. As exportações não aumentaram conforme o esperado, também devido à sobrevalorização cambial. O desemprego atingiu 16% da PEA, ante 10% em 2009, e o PIB encolheu 4,5%. Apesar do grande esforço, um novo refinanciamento foi necessário (Coriat e Lantenois, 2011).

O novo plano de ajuda acordado no primeiro trimestre de 2012 recomendava aprofundar ainda mais as medidas de austeridade, com mais cortes orçamentários e privatizações, o que poderia minar completamente a capacidade de atuação do Estado e ainda causar uma explosão social – ocorreram, então, greves gerais e outras manifestações populares importantes contra as políticas recessivas.

## 2.6 As visões contrastantes acerca das políticas de austeridade

O FMI acredita que a natureza do problema do endividamento é fiscal: ao elevarem-se os gastos do governo, os agentes econômicos perdem a confiança de que o Estado é capaz de honrar seus compromissos, forçando um ajuste prévio (*ex-ante*) ou, na pior das hipóteses, *ex-post*, a fim de remediar situações fiscais críticas. O excesso de gastos também causaria pressões inflacionárias que num contexto de rigidez cambial levaria à perda de competitividade externa, sendo a crise fiscal, então, também responsável por déficits (ou resultados líquidos mais frágeis) no Balanço de Pagamentos.

Esta visão supõe que se os países tivessem ajustado seus orçamentos e evitado a criação de um Estado de bem-estar social e incentivos públicos, ao menos “excessivamente” oneroso, não haveria um aumento tão considerável do gasto público, de forma que o setor privado estaria mais ciente quanto às possibilidades futuras referentes ao desempenho e resultados do setor público

e dos riscos envolvidos em relação a estes. Assim, os países deveriam adotar uma estratégia de gastos realista e em conformidade com o Tratado de Maastrich, abandonando políticas “excessivas” de *welfare state*.

Economistas como Haliassos e Vayanos (2011) apoiam a visão apresentada pelo FMI, mas pensam que políticas de austeridade sozinhas não são suficientes para que a Grécia saia da crise, necessitando também, paradoxalmente, de medidas que gerem o crescimento da renda, a fim de tornar possível pagar a dívida e não apenas manter o país solvente no curto prazo – uma vez que a austeridade gera depressão na economia, aumentando assim a relação dívida/PIB e empurrando o país cada vez mais para a insolvência. Por isso, propõem um conjunto de reformas que tem como objetivo o crescimento.

Essas medidas também seguem os princípios do FMI e englobam principalmente a liberalização da economia em todos os sentidos, contemplando privatizações, desregulamentação do mercado de trabalho, etc. Segundo Haliassos e Vayanos (2011), estas políticas se utilizariam do espaço que há na Grécia para o aumento da eficiência produtiva – sobretudo pela forte regulação existente, causadora de ineficiências – acompanhada da redução dos salários, causando deflação, benéfica para a competitividade e, segundo alguns economistas, para a demanda interna (via o chamado “efeito Pigou” e/ou até mesmo o “efeito Keynes”).

Eles ainda enfatizam como deletéria a participação estatal nos bancos gregos e a falta de liquidez no sistema, porém parecem ignorar o fato de esta influência ter sido necessária para evitar uma quebra geral nos bancos europeus, durante a crise de 2008, dada a ausência de atuação mais anticíclica do BCE no sentido de prover liquidez ao sistema – daí a necessidade de deflação nos países periféricos da Zona do Euro, uma vez que os países centrais rejeitam a possibilidade de inflação.

Polychroniou (2011, 2012), contudo, posiciona-se contra as medidas de austeridade impostas à Grécia. Segundo ele, o plano de resgate de meados de 2010 teve consequências catastróficas, acelerando a espiral negativa da economia, além de submeter a população a medidas extremas, afetando especialmente aqueles menos responsáveis pelo início da crise: a população trabalhadora e mais pobre.

Os ajustes liberais promovidos como parte do pacote financeiro incluíram cortes no orçamento, pensões e salários; aumento de impostos; privatizações e liberalização do mercado de trabalho, levando ao colapso da base produtiva do país e a um aumento vertiginoso do desemprego e da pobreza, criando uma situação social extremamente desfavorável. Além disso, os empréstimos oferecidos pelo FMI são corrigidos por uma taxa de juros de 5% ao ano, bem maior do que os empréstimos anteriores feitos pela Grécia.

De fato, desde o início do pacote de medidas para solucionar a crise, a economia grega só se aprofundou na própria crise. Nos seis meses subsequentes ao primeiro pacote de resgate, a dívida cresceu € 41,8 bilhões, equivalentes a 10% do PIB (Polychroniou, 2011). Isso a despeito da crença dentre os responsáveis pelas projeções da *troika* que a Grécia teria uma recuperação imediata, reduzindo o déficit e a dívida, e retornando aos mercados internacionais de crédito em meados de 2011. Ao invés disso a recessão aumentou, mas os responsáveis pelo plano não sofreram qualquer tipo de consequência.

“In Greece, the austerity measures have been devastating. GDP has contracted by 18 percent since 2008-09 and unemployment has climbed above 20 percent. Wages have been cut by 25 percent and there have also been big cuts in pensions and unemployment benefits. Yet the internal devaluation hasn't led to any increase in competitiveness, for the simple fact that the productive base of the Greek economy is virtually nonexistent and needs a big boost. The current level of public debt is unsustainable and there are no growth prospects on the horizon.” (Polychroniou, 2012 p. 10).

Ainda de acordo com Polychroniou (2012), está claro que as políticas ortodoxas de austeridade do FMI e da União Europeia vão empurrar as economias da periferia rumo a graves consequências sociais e políticas. A ortodoxia acredita que a origem dos problemas era o excesso de gastos, mas, para muitos, as políticas de austeridade impostas dão a impressão de ser uma punição ao invés de um conjunto de reformas bem estruturadas e com consequências promissoras bem analisadas. O autor destaca que a ajuda recebida por Grécia, Irlanda e Portugal é condicionada à adoção destas mesmas medidas de austeridade, com resultados igualmente desastrosos.

A União Europeia só abandonou o discurso liberal quando a situação se agravou a ponto da sobrevivência da moeda única europeia ser posta em questão pelos mercados e por economistas, como o ex-presidente do Federal Reserve, Paul Volcker. Em maio de 2010, vários meses após o início da



chamada “crise soberana”, a Zona do Euro decidiu criar um fundo temporário de resgate de € 700 bilhões, o European Financial Stability Facility (EFSF), destinado a socorrer tanto a Grécia quanto outras economias europeias que também tinham passado a ser consideradas frágeis. Por sua vez, o Banco Central Europeu anunciou que aceitaria os títulos públicos de todos os países da Zona do Euro como colateral para empréstimos. O EFSF passou a ser o prestador de última instância da economia europeia.

Papadimitrou e Wray (2011), ao tratar das origens da crise, destacam que Grécia e Itália são os países da Zona do Euro com as menores participações de dívida privada, o que não é consistente com a visão de que os consumidores desses países sejam “gastadores” em demasia.

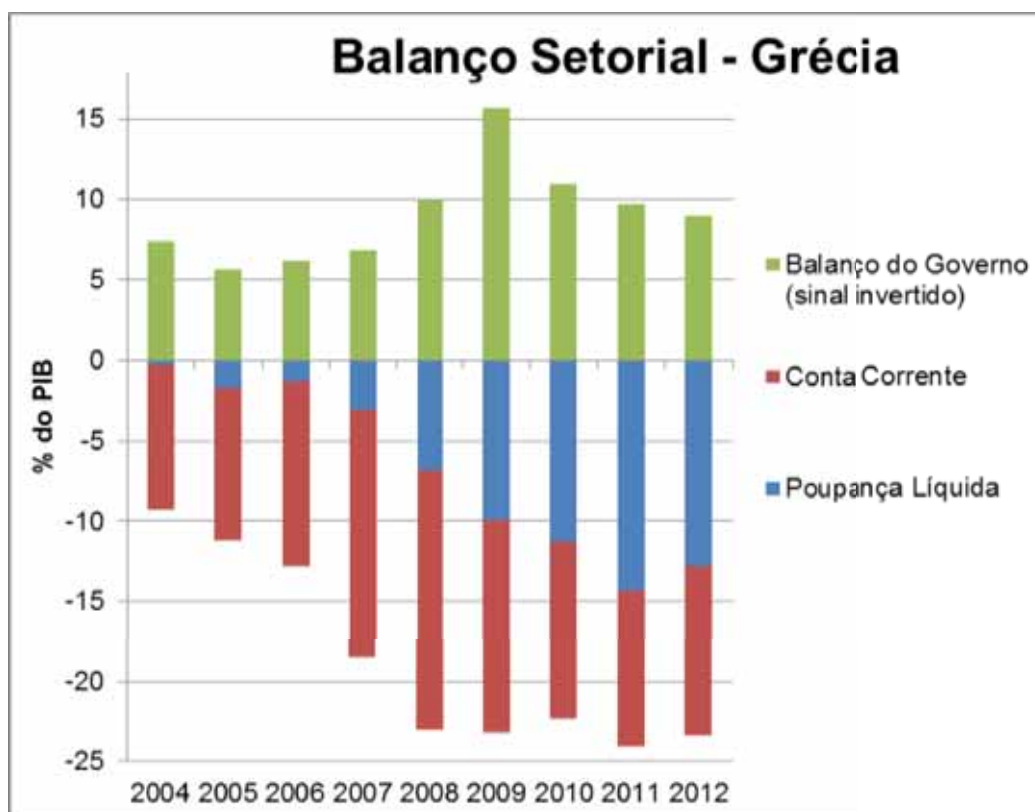
Ao dividirmos a economia em três setores – público, privado e externo – tem-se por identidade contábil que, se um setor poupa, pelo menos um dos outros dois tem de ter déficit. Assim, temos

$$(S - I) + (T - G) + (M - X) = 0$$

Onde  $(S - I)$  é a poupança líquida do setor privado (firmas + famílias);  $(T - G)$  corresponde ao balanço geral do governo e  $(M - X)$  ao resultado da conta corrente. Numa economia fechada e sem governo, a poupança é sempre igual ao investimento. Já numa economia fechada e com governo, tanto o déficit do setor público quanto o superávit em transações correntes transferem dinheiro ao setor privado, gerando poupança além do investimento ou o inverso, no caso de estas contas estarem com sinais contrários, isto é, superávit do setor público e déficit em transações correntes.

A Grécia tem déficits crônicos em transações correntes e no balanço do setor privado. Isso significa que a diminuição esperada do déficit público grego deve ter como contrapartida o aumento do déficit do setor privado, uma vez que é praticamente impossível eliminar um déficit em conta corrente da ordem de 10% do PIB num curto período de tempo; ainda mais considerando sua estrutura produtiva e a impossibilidade de depreciação da moeda.

**Gráfico 8:** Balanço setorial grego, em % do PIB



Fonte: Eurostat.

A austeridade poderia até ter um resultado mais favorável, ainda que improvável, pois tende a reduzir o crescimento, aumentar o desemprego e o fardo da dívida do setor privado, se, e somente se, tivesse um impacto mais do que proporcional e igualmente favorável sobre as transações correntes. *“Tightening the fiscal stance can occur in conjunction with reduction of private sector debts only if this somehow reduces current account deficits”* (Papadimitrou e Wray, 2011).

### 2.7 A exposição à crise grega

Apesar de o problema do endividamento europeu estar aparentemente circunscrito às fronteiras do continente, há um grande temor de contágio da crise europeia sobre o sistema financeiro internacional. Ainda que a Grécia possua uma economia muito pequena em comparação com os países centrais europeus, a sua quebra representaria grandes perdas para os bancos europeus e americanos, daí o afincamento com que o FMI se dedica à economia grega para que o país permaneça solvente.

A Grécia poderia decretar um *default* com um simples ato parlamentar; porém as consequências disso poderiam se alastrar para todo o mundo. Outros

países europeus periféricos endividados seriam afetados pelo temor dos investidores, podendo culminar numa corrida aos bancos. Os cidadãos gregos endividados em euro não teriam capacidade para pagar, uma vez que não receberiam mais recursos em euro. No caso de o setor privado aumentar o número de *defaults*, isso poderia gerar um círculo vicioso, porque a maior parte da dívida privada é com os bancos.

De acordo com dados do BIS, ao final de 2009, a exposição dos vários agentes, públicos e privados, à economia grega era da ordem de US\$ 290 bilhões, como mostrado na Tabela 6. Depois de 2009 a maioria dos Bancos Centrais dos países europeus deixou de divulgar esses dados, entre eles o Banco Central Grego.

**Tabela 6:** Exposição dos bancos à dívida grega, por país e setor (US\$ bilhões, quarto trimestre de 2009)

	Setor Público	Bancos	Setor Privado (não bancário)	Outras Exposições	Total
Alemanha	22,792	11,540	10,026	0,000	44,358
Espanha	0,583	0,080	0,543	0,367	1,573
França	30,627	5,501	42,690	29,477	108,295
Itália	3,067	1,296	2,495	2,238	9,096
Outros países da Zona do Euro	25,712	2,011	12,419	2,801	42,943
Reino Unido	3,585	5,434	6,333	4,924	20,276
Japão	4,855	0,721	1,088	0,233	6,897
Estados Unidos	5,564	5,490	5,508	29,064	45,626
Resto do mundo	1,771	1,785	3,663	4,625	11,844
Zona do Euro	82,781	20,428	68,173	34,883	206,265
Mundo	98,556	33,858	84,765	73,729	290,908

Fonte: BIS.

Papadimitrou e Wray (2011) levantam uma série de questionamentos acerca da economia estadunidense e dos impactos que a quebra da Grécia, ou mesmo um perdão de parte da sua dívida, causariam no sistema financeiro americano. De acordo com eles, as consequências da crise de 2008 ainda estão longe de ser superadas: mantêm-se problemas no setor imobiliário, além do fato de as *commodities* permanecerem com os preços muito mais elevados que sua média histórica. Uma queda nos preços destas *commodities* possivelmente provocaria uma reação em cadeia nos mercados de ações, assim que os investidores muito expostos a esses produtos tivessem que vender seus ativos para cobrir perdas.

Então, segundo eles, os bancos europeus e estadunidenses, que provavelmente estariam presentemente insolventes teriam essa situação agravada e tornada pública, caso ocorresse o *default* grego. Afinal, os grandes bancos dos EUA ainda se recuperam da crise financeira de 2008; mesmo os chamados “*big six*” são insolventes, com o que uma nova crise financeira seria iminente. Os autores enumeram motivos para isso:

Primeiro, a lenta retomada do crescimento da economia americana. O preço dos imóveis e o nível de emprego não estão se recuperando rapidamente, ao mesmo tempo em que a inadimplência e o número de execuções de hipotecas têm registrado uma queda bastante tímida, assim como o endividamento ligado ao setor imobiliário: este declinou de 100 para 90% do PIB, entre 2009 e 2011. Esta tem sido a tendência do setor privado como um todo: ainda permanece altamente endividado (apesar de uma ligeira queda neste endividamento), enquanto sua capacidade de pagamento está reduzida e não há perspectivas de crescimento econômico (Wray, 2011).

Assim, a economia dos EUA está passando por um processo de desendividamento, com os bancos restringindo novos empréstimos e se tornando, por isso, menos rentáveis. Pelo lado do investimento, também não há muitas perspectivas: os bancos que atuavam exclusivamente nesta modalidade precisaram ser reclassificados, para não terem suas falências decretadas e poderem aceder a empréstimos do FED a baixo custo. Por fim, destacam a relação das economias americana e europeia: a exposição dos bancos dos EUA às economias europeias é grande, como explicam (Papadimitrou e Wray, 2011, p. 16):

“Although direct lending by US banks to heavily indebted sovereign European governments is not high, they have exposure of almost \$3 trillion through links to European banks. If, say, Greece defaults, US banks get hurt to the extent European banks default on their debt”.

Como vemos na Tabela 7 abaixo, apesar de vários países não divulgarem estes dados, o total de exposições dos Estados Unidos à economia europeia chega a US\$ 4,7 trilhões.

**Tabela 7:** Exposição dos Estados Unidos aos países da Zona do Euro, por país e setor (US\$ bilhões, terceiro trimestre de 2013).

	Setor Público	Bancos	Setor Privado (não bancário)	Outras Exposições	Total
Áustria	n/d	n/d	n/d	15,285	15,285
Bélgica	4,433	7,989	4,563	32,752	49,737
Alemanha	16,739	148,764	322,412	1.288,652	1.776,567
Espanha	54,386	17,786	153,985	420,384	646,541
Finlândia	n/d	n/d	n/d	0,462	0,462
França	256,968	71,243	208,805	1.309,549	1.846,565
Grécia	n/d	n/d	n/d	2,263	2,263
Irlanda	n/d	n/d	n/d	5,772	5,772
Itália	10,395	8,949	15,874	146,084	181,302
Holanda	n/d	n/d	n/d	180,562	180,562
Portugal	n/d	n/d	n/d	3,208	3,208
<b>Total</b>	<b>342,921</b>	<b>254,731</b>	<b>705,639</b>	<b>3.404,973</b>	<b>4.708,264</b>

Fonte: BIS.

Com a impossibilidade institucional, ao menos por enquanto, de o Banco Central Europeu atuar como emprestador de última instância, o FED criou uma linha de *swaps* cambiais para a União Europeia. Essa atuação conjunta com o FMI ocorreu para evitar que os países entrassem em *default* e um consequente colapso no sistema bancário europeu, o que teria impactos muito severos sobre a economia americana e poderia levar a uma “quebra” geral dos bancos em nível mundial. A atuação do BCE assegurando o apoio à Grécia e demais países endividados foi fundamental para minimizar a incerteza econômica e para a retomada da confiança dos investidores, praticamente eliminando o risco de quebra dos países europeus e diminuindo consideravelmente a atuação de especuladores.

## 2.8 Os desequilíbrios estruturais da Zona do Euro

Diversos autores discutem os desequilíbrios intrínsecos da Zona do Euro. De acordo com eles, os desequilíbrios estruturais desta Zona são a razão principal para os problemas vividos pelos países altamente endividados, o que os afastando, portanto, da interpretação do FMI de que o grande endividamento é resultado de políticas excessivamente gastadoras.

Os problemas inerentes à criação de uma moeda comum na Europa são conhecidos: a ausência de um sistema de ajustes para corrigir desequilíbrios entre os países-membros não permite que alguns destes recorram à desvalorização externa para restaurar a competitividade internacional. A única alternativa é a deflação interna via redução de preços e salários, muito mais

lenta e com consequências mais graves. Em um país endividado numa moeda sobre a qual não possui controle, a deflação pode apenas aprofundar o problema que visava corrigir – por exemplo, reduzindo receitas públicas, investimentos públicos e privados que poderiam aumentar a competitividade, etc. – deixando os países sem raio de manobra para a realização de políticas que têm como objetivo a correção destes desequilíbrios.

Isso acontece porque a menor demanda agregada compromete o lucro das empresas, que se veem obrigadas a diminuir investimentos e o ritmo de suas atividades, causando desemprego – o que faz diminuir ainda mais a demanda. Além disso, a deflação pode fazer, dadas as elasticidades – ou seja, conforme o efeito Marshall-Lerner – com que a relação entre exportações e dívida diminua, o que aumenta o valor real da dívida. Na realidade, o FMI e os economistas ortodoxos sempre supõem que a dinâmica iniciada pelo efeito-preços será mais do que compensada pelo maior crescimento das quantidades exportadas, o que nem sempre é verdade (Davidson, 1994).

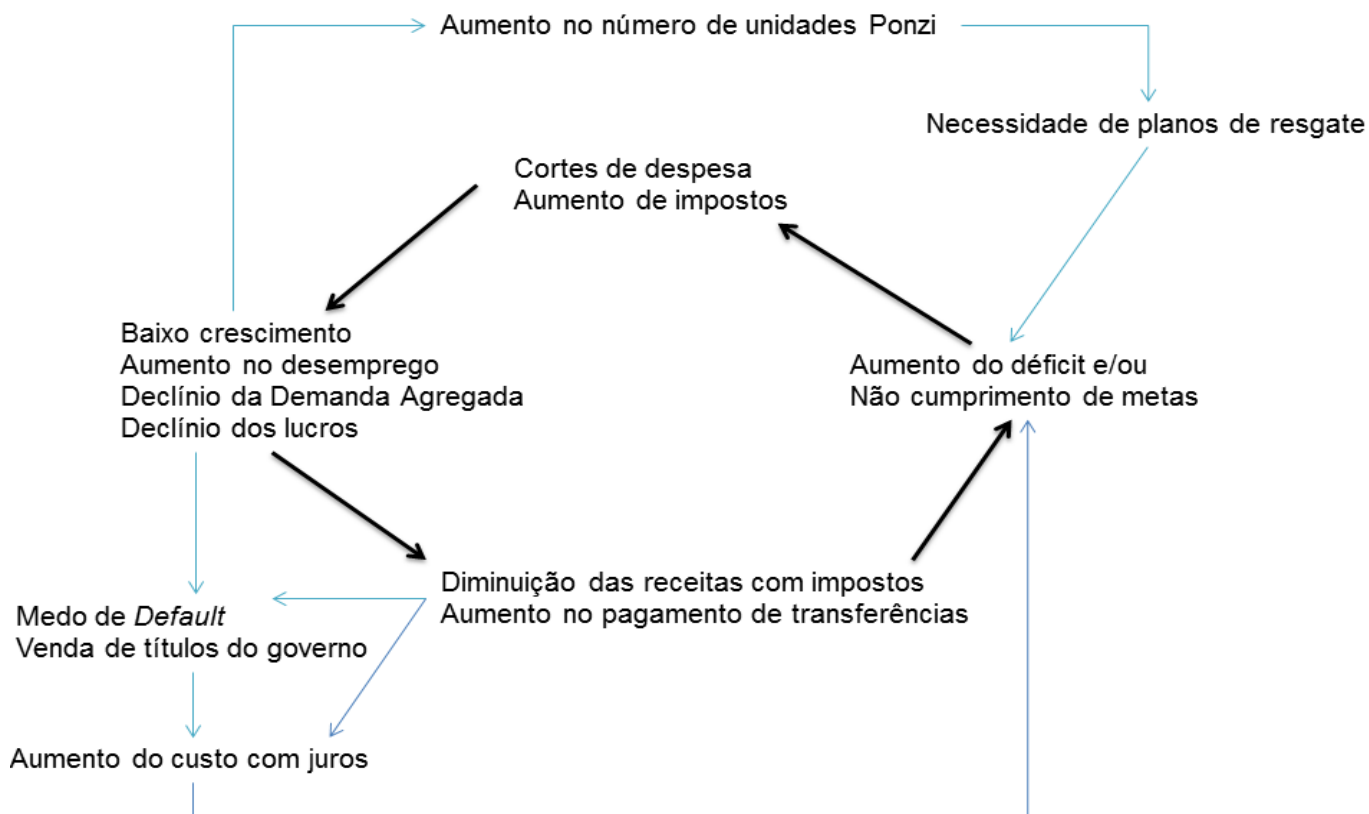
No entanto, a débil estrutura produtiva grega e a consequente dependência de produtos importados, segundo Papadimitrou, Wray e Nersisyan (2010) e Hannsgen e Papadimitrou (2012), não dá sinais de recuperação, apesar – ou, em parte, por causa – de todas as medidas de austeridade adotadas pelo país. Hannsgen e Papadimitrou (2012) descrevem a situação da Grécia como uma “armadilha fiscal”, como apresentado na Figura 1. Em 2008, em meio à crise *subprime*, a arrecadação de impostos diminuiu e o gasto com transferências de renda (estabilizadores anticíclicos automáticos) aumentou. Isso desencadeou o aumento do déficit automaticamente, o que foi magnificado pelo medo de um *default* que causou aumento nos juros, e pelos elevados dispêndios de resgate ao sistema financeiro, processo que fez aumentar o serviço da dívida, fazendo crescer ainda mais o déficit.

A solução apresentada pela *troika* foi o aumento dos impostos e cortes nos gastos, causando diminuição do crescimento, demanda agregada, lucros e aumento do desemprego, reforçando o ciclo vicioso e tornando as condições do país ainda piores.

A fragilidade financeira do setor privado pode tornar o problema ainda pior, uma vez que o baixo crescimento e suas consequências faz aumentar o número de famílias e empresas numa situação de financiamento tipo Ponzi. O

resgate (especialmente a bancos) aumenta ainda mais o déficit. Um dos papéis fundamentais de um Banco Central é evitar que a venda de títulos do governo cause aumento dos juros via operações de mercado aberto; mas as restrições impostas ao BCE e a inflexibilidade do câmbio não impediram a retroalimentação desse ciclo na Grécia.

Figura 1: Armadilha Fiscal



Fonte: Hannsgen e Papadimitrou (2012).

Com dificuldades para aumentar a competitividade externa diante de um grande endividamento, as tentativas para prevenir o surgimento destes problemas foram infrutíferas. O Tratado de Maastrich prevê que os países da Zona do Euro que incorram em déficits superiores a 3% do PIB sofram sanções. Mas apenas quatro dos 27 países da União Europeia cumpriam de fato o acordo, em 2012. Em 2010 eram apenas dois: Finlândia e Luxemburgo. No início dos anos 2000, diante de um baixo crescimento econômico, Alemanha e França descumpriram ano após ano os limites de déficits e endividamento, mas não houve punição e esses limites foram relaxados, permitindo também que a Grécia, junto com outros países, se endividasse mais acentuadamente.

Outro problema importante é a ausência de uma regulação bancária no nível da União Europeia. Bancos são mecanismos-chave de transmissão de choques, também entre os países-membros, via mercado interbancário e pela aquisição de títulos de dívida de outros países – a compra excessiva de títulos gregos por bancos de outros países, como vimos, pode desencadear problemas também fora da Grécia – mas as entidades regulatórias dos países não haviam se preocupado antes com possíveis efeitos colaterais em outros países. Isso estimulou a criação em 2011 de uma entidade supranacional que corrigisse esses problemas, a Autoridade Bancária Europeia.

A Zona do Euro não dispõe, portanto, de uma instituição que proveja liquidez em caso de necessidade. O BCE poderia atuar como emprestador de última instância, a fim de socorrer governos, bancos e mercados, mas há entraves estatutários e da própria União Europeia que o impedem de fazer isso.

Uma moeda é definida como “soberana” se for conversível e puder sofrer flutuações. Países que não operam com moedas “soberanas” emitem dívida em moeda estrangeira ou em moeda doméstica atrelada a um *peg* cambial (ou metal precioso). Esses países estão sujeitos à insolvência.

Esse risco inexistente para países que emitem moedas “soberanas”; fato reconhecido pelo mercado e pelas agências de *rating*. É por esse motivo que EUA, Inglaterra e Japão, por exemplo, podem manter um nível de endividamento muito maior do que países europeus como Grécia, Portugal, Espanha, Itália e Irlanda. Ainda assim podem operar com taxas de juros mais baixas em relação a aqueles países europeus.

Isso acontece porque os países que operam com moedas próprias não têm a necessidade de tomar empréstimos em moedas estrangeiras. Assim, a emissão de títulos de dívida é uma decisão voluntária, que permite, do ponto de vista do público, converter ativos naqueles que rendem juros. E os juros não são necessariamente definidos pelo mercado.

A conclusão de Papadimitrou, Wray e Nersisyan (2010) é que o problema dos países que compõem a Zona do Euro é terem abandonado suas moedas “soberanas” em favor do Euro. Os Bancos Centrais dos países da Zona do Euro operam de maneira análoga a Bancos Centrais de outros países, porém necessitam de reservas de compensação providas pelo Banco Central



Europeu (BCE), que não pode comprar títulos de dívida pública, de modo a impor, indiretamente, restrições orçamentárias.

Diante da impossibilidade de recorrer ao BCE, a Grécia tem de aceder ao mercado de capitais para conseguir honrar seus compromissos, evidenciando ainda mais sua situação Ponzi. Esses empréstimos também estão sujeitos às taxas de juros definidas pelo mercado (e pelas agências de *rating*). Esta dinâmica permite, como na Grécia, que bancos internacionais, agências de *rating* e mesmo outros Estados interfiram na política econômica grega e de outros países endividados.

“A monetary union without a central bank prepared to act as a lender of last resort is not viable, it is argued. If Germany, in particular, is not prepared to allow the European Central Bank to address liquidity problems, it follows, then, [that] going ahead with monetary union was a mistake.” (Eichengreen, 2012, p. 4).

A situação atual de superávit nas contas externas alemãs e déficit nos países periféricos poderia ser facilmente resolvida por meio do ajuste das taxas de câmbio, mas isso, como vimos, não é viável, devido à forma como foi estabelecido o Euro. O único ajuste de preços possível é o aumento de preços e salários nos países centrais (especialmente na Alemanha) ou a queda de preços e salários nos países periféricos. Mas o BCE e o *Bundesbank* (Banco Central Alemão) não permitem tal aumento de preços, criando uma pressão deflacionária persistente na periferia europeia, a qual ainda deve enfrentar baixas taxas de crescimento e o conseqüente aumento do fardo do endividamento.

## 2.8 Conclusão – A dinâmica especulativa da crise grega

Pudemos observar que, apesar de o endividamento grego ter o gasto governamental como componente importante, este não foi o único – e nem o maior – responsável pela atual situação do país, a despeito do legado deixado por governos autoritários e pela cultura da sonegação de impostos, que tiveram influência fundamental para que a Grécia aprofundasse os desajustes entre suas receitas e despesas fiscais e externas.

A criação da união monetária igualmente se deu de forma incompleta, sem que houvesse mecanismos para a correção de desajustes entre os países – não apenas em relação aos custos e a produtividade, mas também, e fundamentalmente, pela ausência de uma política regional que evitasse tamanha disparidade competitiva entre os países-membros. Apesar da crença

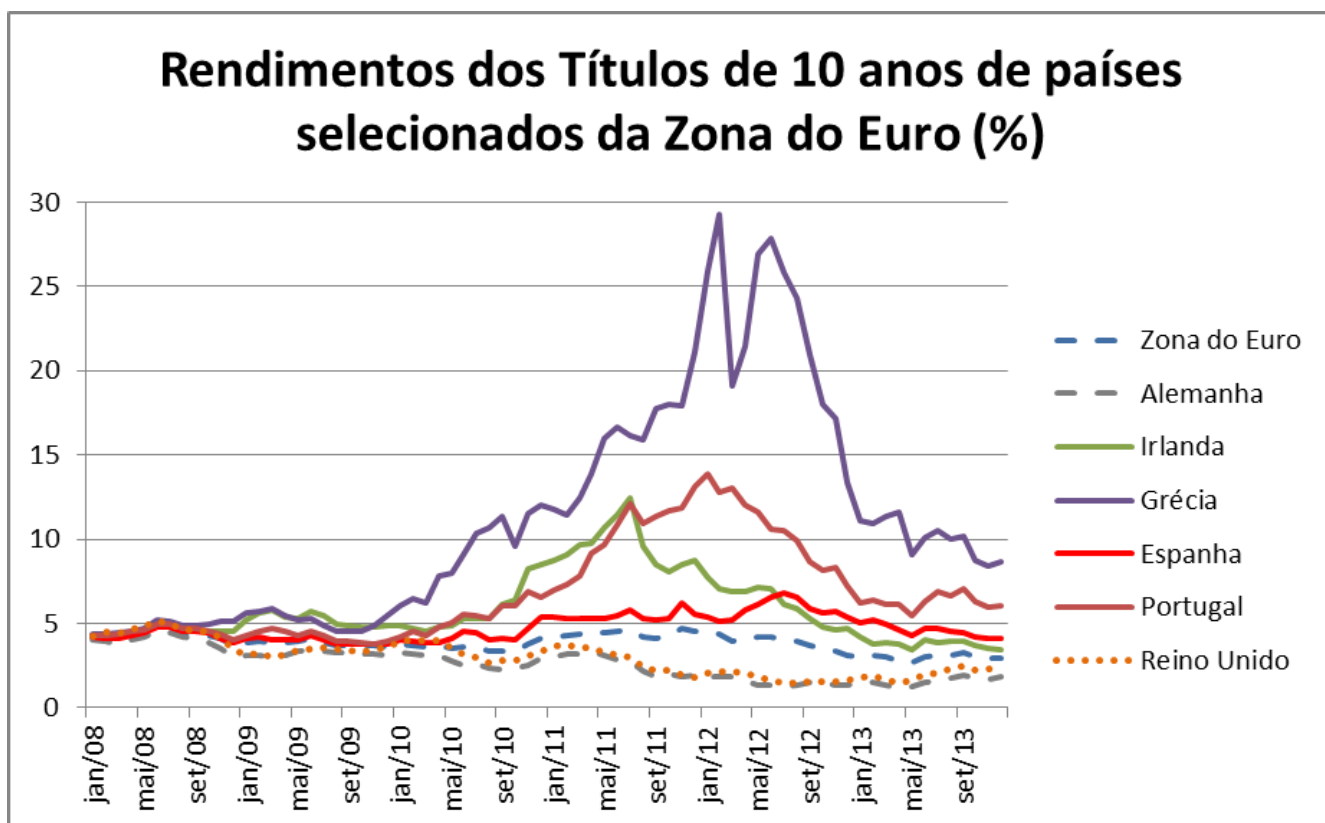
generalizada de convergência macroeconômica, desde a entrada na Zona do Euro a Grécia perdeu competitividade por causa do câmbio sobrevalorizado e, ao invés da criação de estímulos para o desenvolvimento de seu parque industrial, este foi completamente abandonado e sua produção substituída por importações.

A chegada da crise subprime à Europa apenas evidenciou as políticas gregas de endividamento tipo Ponzi. Mas se, por um lado, há irresponsabilidade dos governantes, também a há por parte dos bancos: uma eventual moratória grega poderia significar a quebra de diversos bancos europeus e estadunidenses, uma vez que uma parte significativa dos ativos destes está exposta à crise. Esse temor, no entanto, não se concretizou.

Outro ponto importante a ser destacado é a dinâmica especulativa que atua sobre a o endividamento grego. Para as “operações de balcão” (mercado desregulamentado) envolvendo CDS (*credit default swaps*) – que funcionam como seguros em caso de inadimplência – o valor dessa proteção deve refletir o risco atrelado aos empréstimos, funcionando como um sinalizador. Quanto maior o risco de não pagamento, mais cara é a proteção. Para os vendedores dos CDS, é interessante que a percepção do risco se mantenha elevada, de forma que esse seguro tenha um preço maior. Porém, os CDS são um produto financeiro independente: não são necessariamente os emprestadores que os contratam, de modo que os especuladores podem realizar operações sobre títulos que não detêm, atuando como apostadores. E o maior especulador com a dívida grega foi o banco Goldman Sachs: o mesmo que atuou sobre as contas gregas para que o país atingisse os requerimentos necessários à entrada do país na Zona do Euro.

Além disso, entre o início de 2010 e o início de 2013 a Grécia sofreu com ataques especulativos, refletidos no rendimento dos títulos gregos com vencimento de 10 anos, chegando a assombrosos 30% ao ano no início de 2012. Apenas a forte intervenção do BCE, garantindo o apoio do EFSF, fez esses números decrescerem, como podemos ver no Gráfico 9.

**Gráfico 9:** Rendimentos dos títulos de 10 anos de países selecionados (Zona do Euro)



Fonte: Eurostat

A partir do momento em que havia menor liquidez no mercado internacional para manter a dinâmica de suas contas, a Grécia acordou empréstimos emergenciais com o FMI e, posteriormente, com a *troika*, formada por este, ao lado do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia, para a formulação de políticas de ajuste à crise. Essas políticas se restringiram, essencialmente, em austeridade fiscal, diminuindo severamente os gastos do governo grego e aumentando impostos, sem que, com isso, ambos gastos e receitas apresentassem um caráter mais progressivo e sem resolver, dinamicamente, a questão do déficit, devido às consequências da recessão que se seguiu sobre gastos e receitas públicas. Ademais, a forte recessão e a persistência no crescimento da dívida, associadas à severidade das medidas impostas ao país, criaram uma situação social insustentável, com aumento de desemprego e desigualdade.

Por conta disso criticam-se as medidas de austeridade. Porém, o não pagamento da dívida grega poderia ser o estopim de uma nova crise financeira mundial, uma vez que há uma exposição muito grande do sistema financeiro

internacional aos bancos europeus, os quais seriam severamente atingidos por um *default* grego. Os empréstimos do FMI têm, portanto, essencialmente, como objetivo garantir a solvência de curtíssimo prazo, até que os ajustes aplicados façam efeito.

Assim, entende-se que a crise grega não seja uma crise apenas de endividamento, mas substancialmente política. É fundamental um alívio nas condições de pagamento da dívida que não leve necessariamente a uma nova crise financeira e que permita à Grécia retomar seu crescimento econômico, até para diminuir o peso relativo de suas dívidas públicas e privadas. Para tanto, como argumenta Eichengreen (2012), uma reforma financeira europeia e internacional são indispensáveis:

“Either countries will find a way forward and succeed in correcting the deficiencies in the international system, or they will eventually conclude that they have no choice but to go back being a less deeply integrated set of national economies.”  
(Eichengreen, 2012).

Caso contrário, a Grécia (e outros países endividados) passará por um longo período de ajuste, com baixas taxas de crescimento, conforme as próprias previsões do FMI (2012).

### 3. CAPÍTULO 2: A DÍVIDA GREGA: IMPACTOS E ALTERNATIVAS SOB UM PONTO DE VISTA HISTÓRICO

#### 3.1 Introdução

O objetivo da primeira parte deste capítulo é esmiuçar a situação da dívida grega: seu volume e impacto nas contas nacionais. É unânime, entre economistas que discutem o endividamento público, que o orçamento não pode ser excessivamente comprometido pelos juros da dívida. Muito embora os juros correspondam, em média, a cerca de 14% do orçamento público, apesar de a Grécia ter pagado mais de € 62 bilhões em juros da dívida, ela cresceu de € 188 bilhões para € 300 bilhões entre 2007 e 2011. Nesse período os empréstimos tomados somaram mais de € 118 bilhões.

A seguir, examina-se um conjunto de medidas que são historicamente reconhecidas na gestão do endividamento público. Essa seção discute as bases teóricas e a praticidade de diversas medidas para a redução do endividamento público, ainda que os argumentos para sua utilização sejam diferentes. Essas medidas são: “*do nothing*”, que consiste em não tomar nenhuma medida específica porque o crescimento da renda nacional tornará o impacto da dívida cada vez menos severo; a criação de um fundo de amortização; a troca de títulos com redução forçada das taxas de juros incidentes sobre a dívida; o repúdio à dívida; o imposto inflacionário; e o *capital levy*, que é um imposto sobre a riqueza.

Cada uma dessas alternativas é discutida a partir de suas bases teóricas e experiências anteriores. Sua possível aplicação é examinada para o caso grego, quando possível, uma vez que a recorrência à senhoriação é impossibilitada pelo câmbio fixo; e medidas mais extremas como o repúdio à dívida são virtualmente impraticáveis. Vemos, nessa seção, que a opção escolhida pela *troika* para a Grécia foi a troca de títulos, resultando na maior reestruturação de dívida da história.

Finalmente, a análise se concentra nas possibilidades apontadas pelo FMI: a desvalorização interna – vista pelo Fundo como uma provável solução para gerar aumentos de competitividade no país, e a saída da Zona do Euro – de maneira geral, os autores (FMI (2012), Manopoulos (2011), Laksos e

Tsakalotos (2013)) não veem com bons olhos o abandono da moeda comum como uma saída viável para a Grécia (e outros países com dificuldades). Apesar de reconhecer os inúmeros problemas inerentes à manutenção da âncora cambial, a saída do euro poderia causar impactos profundos e duradouros, não só na economia grega, mas também na europeia.

A conclusão mostra que a *troika* teve êxito, por meio da troca de títulos, na redução do endividamento grego. Ao mesmo tempo, o impacto nas instituições financeiras foi minimizado, diminuindo significativamente os riscos de contágio para outras economias e o sistema financeiro internacional. Ressalva-se, entretanto, que o tamanho da economia grega em relação aos países da Zona do Euro contribui bastante para que não tenha havido um impacto maior nos bancos e economias expostas à sua dívida. Além disso, o foco da análise mostra que, por mais que o problema do endividamento tenha sido superado, os mecanismos que atuaram para que ele crescesse rápida e vigorosamente ainda existem e permanecem intocados.

### 3.2 O fardo do endividamento

Embora pareça trivial, é importante lembrar que os juros da dívida representam uma parcela do orçamento público que deverá ser arrecadada por meio de impostos. Quanto maior essa parcela, maior a transferência de riqueza dos pagadores de impostos aos detentores dos papéis da dívida pública. Keynes (1923) afirma que essa relação se assemelha a uma escravidão, uma vez que uma grande parte do orçamento das famílias é destinada aos impostos diretos e indiretos. E quanto mais regressivos forem os impostos, mais evidente essa escravidão se manifesta.

Para a sociedade, pagar uma grande soma de dinheiro em impostos todos os dias para educação, saúde e construção de moradias populares seria uma experiência interessante; do mesmo modo, utilizar esse dinheiro para a implementação de políticas industriais e melhora da infraestrutura do país também seria perfeitamente aceitável. Mesmo a criação de um fundo de amortização, que exterminaria a dívida no intervalo de uma geração, seria uma experiência financeira importante. Porém, quando o dinheiro dos impostos é dado sem nenhuma contrapartida – e será utilizado para o prazer a remuneração imediata dos detentores da dívida, sem que com isso haja um aumento na poupança e no investimento – alguma intervenção estatal é

necessária: “*when great decisions are to be made, the State is a sovereign body of which purpose is to promote the greatest good of the whole*” (Keynes, 1923, p. 68).

Dalton (1920) e Keynes (1923) concentram-se na participação dos juros da dívida no orçamento dos países europeus à época, preocupados com a sua sustentabilidade, mas sem indicar qualquer limiar numérico para esta relação dívida/PIB.

Em 1923, o serviço da dívida francesa chegava a 18 bilhões de francos, enquanto as receitas estimadas eram de 23 bilhões de francos. Situação semelhante à do Reino Unido no biênio 1922-1923, em que os juros da dívida correspondiam a 46% das receitas. “*Interest that will have to be paid day by day and year by year, by the (...) taxpayer, in the form of taxes of tea and sugar (...) on entertainments, on the profits of limited liability companies, on incomes...*” (Dalton, 1923, p. 10).

“If the fixed charges of the National Debt bear too high a proportion of the national income, it may offer a problem insoluble by orthodox methods. The active and working elements in no community, ancient or modern, will consent to hand over to the *rentier* or bondholding class more than a certain proportion of the fruits of their work. When the piled-up debt demands more than a tolerable proportion, other solutions of the problem must be faced” (Keynes, 1922, apud Dalton, 1923, p. 12).

A dívida grega não chegou a este nível de comprometimento da arrecadação, mas entre 2008 e 2012 aproximadamente 14% do orçamento federal, em média, foi consumido pelos juros da dívida. Como pode ser visto na Tabela 8, a estrutura da arrecadação do governo da Grécia mostra que mais da metade da arrecadação é composta por impostos sobre o consumo (produção e importações) e a renda do trabalho.

Entre 2007 e 2011, apesar de a Grécia ter pagado mais de € 62 bilhões em juros da dívida, ela cresceu de € 188 bilhões para € 300 bilhões. Nesse período os empréstimos tomados somaram mais de € 118 bilhões.

**Tabela 8:** Origem das receitas do governo grego (em € bilhões)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Impostos sobre a produção e importações	22.753	25.948	28.425	28.985	26.153	27.237	26.678	24.223
Renda sobre propriedades	1.633	1.839	2.442	2.420	1.806	1.652	1.635	1.425
Imposto sobre a renda	16.589	16.975	18.219	18.714	19.146	17.515	18.031	19.613
Contribuições sociais	26.104	25.942	28.962	30.749	29.457	29.701	27.272	26.475
Outras transferências correntes	1.984	2.176	2.131	3.252	3.291	3.262	4.117	3.869
Transferências de capital	3.079	5.154	5.721	5.236	3.237	4.715	5.105	4.979
Imposto sobre o valor agregado	3.077	3.810	5.014	5.491	5.536	6.114	5.601	5.762
Outros impostos sobre a produção	0	0	0	0	2	1	0	0
Outras receitas	0	0	0	0	0	0	0	0
Total de receitas do governo central	75.219	81.844	90.914	94.847	88.628	90.197	88.439	86.346

Fonte: Eurostat.

### 3.3 Alternativas para lidar com o problema do endividamento

Diversos autores discutiram, ao longo do tempo, alternativas para lidar com o problema do endividamento. Esta seção tem o objetivo de examinar proposições de alguns autores clássicos como Keynes (1923) e (Pethick-Lawrence, 1918), até Eichengreen (1989) e o FMI (2012). Esses autores têm em comum o fato de discutir as bases teóricas e a praticidade de diversas medidas para a redução do endividamento público, ainda que a preocupação e as soluções propostas para o tema sejam diferentes.

#### 3.3.1 “Do nothing”

A primeira alternativa a ser discutida é a de não tomar qualquer ação para reduzir a dívida, mantendo-se os impostos inalterados e aceitando o fato de que o comprometimento do orçamento com juros diminuirá momentaneamente o gasto com serviços públicos essenciais, como saúde e educação. Os defensores da política de “do nothing” acreditam que com o tempo o fardo da dívida diminuirá como resultado do aumento natural da riqueza da população, além da diminuição progressiva dos juros incidentes sobre a dívida, conforme os títulos atinjam seu vencimento.

Essa alternativa, discutida no início do século XX, tinha como foco as dívidas contraídas pelos países europeus durante as grandes guerras, deixando de considerar o fato de que alguns países não possuíam as bases necessárias para o crescimento. Também não havia, à época, países em



situação *Ponzi*, isto é, que precisavam de empréstimos para pagar os juros da dívida.

A Grécia, em 2010, estava insolvente. Nesse caso, *alguma* ação era necessária, uma vez que não tomar nenhuma ação significava a opção pela concordata. Na primeira década dos anos 2000, porém, não houve nenhuma ação do governo com vistas à solução do grande endividamento, tampouco no sentido de tornar a economia grega mais eficiente e produtiva. Assim, com uma economia predominantemente agrária e pouco produtiva, como a grega, não há perspectiva de retomada do crescimento num ritmo que diminua o peso relativo da dívida.

### 3.3.2 Fundo de Amortização

Outra possibilidade é a criação de um fundo de amortização por meio de superávits nas contas do governo. No entanto, quando a dívida está num patamar muito elevado um pequeno fundo de amortização teria um efeito irrisório, enquanto um grande implicaria um volumoso aumento nos impostos e dos preços dos papéis da dívida pública, de forma que atuaria contra seu próprio objetivo.

Essa é alternativa mais comum prescrita pelo FMI aos países endividados: corte de gastos e aumento de impostos. Devido à iminência de uma concordata grega em 2010, os empréstimos garantidos pelo FMI tinham como contrapartida a adoção de medidas que garantissem superávits nas contas do governo. As medidas visavam: a) o aumento das receitas via privatizações e aumento de impostos; e b) o corte dos gastos, por meio da diminuição dos salários e pensões públicas, aumento na idade de aposentadoria, corte de empregos públicos e de gastos com serviços básicos como educação e saúde.

As receitas, como porcentagem do PIB, cresceram 6% entre 2009 e 2012 (Gráfico 6), aproximando-se da média da União Europeia e dos países que compõem a Zona do Euro; porém a Tabela 9 mostra que as receitas variaram pouco entre 2007 e 2013, havendo, inclusive, queda em valores absolutos. O aumento aparente das receitas se deu tão somente pela diminuição do PIB.

**Tabela 9:** Grécia: Receitas e Despesas do Governo (€ bilhões)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receitas	90,813	94,837	88,585	89,843	88,09	85,909	83,465
Despesas	106,005	118,004	124,742	114,294	108,183	103,176	106,577

Fonte: Eurostat.

Já as despesas sofreram um efeito análogo: houve crescimento aparente relativo ao PIB: de 47,5% em 2007 para 53,6% em 2012, mas queda significativa entre 2009 e 2013.

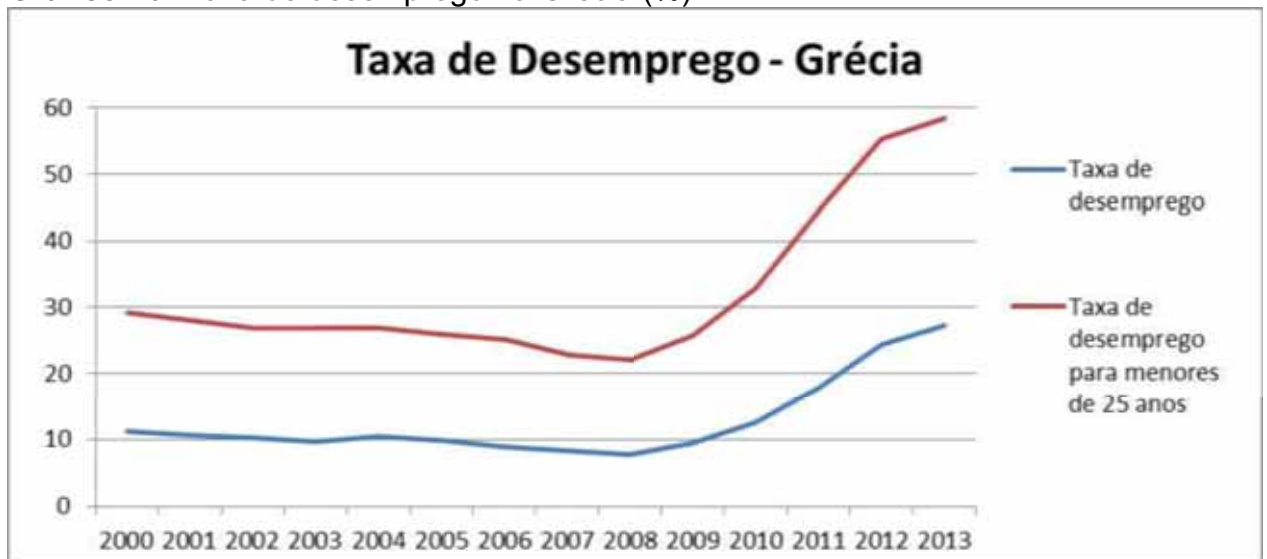
**Tabela 10:** Total de despesas do governo (% do PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
União Europeia	46,2%	45,5%	47,0%	51,0%	50,6%	49,1%	49,3%
Zona do Euro	46,7%	46,0%	47,1%	51,3%	51,1%	49,5%	50,0%
Grécia	45,3%	47,5%	50,6%	54,0%	51,4%	52,0%	53,6%

Fonte: Eurostat.

Essas políticas, no entanto, não foram capazes de reduzir significativamente o déficit e o endividamento, apesar da grande contração do PIB, que se contraiu 21,9% entre 2008 e 2013 e aumento do desemprego (Gráfico 10) resultante das medidas de austeridade adotadas pelo país.

**Gráfico 10:** Taxa de desemprego na Grécia (%)



Fonte: Eurostat.

**Tabela 11:** Dívida e Déficit do Setor Público (€ bilhões).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dívida consolidada do setor público (A + B + C)	239,30	263,28	299,69	329,51	355,14	303,94	318,70
Moeda e depósitos (A)	0,69	0,73	1,48	1,01	0,82	0,77	N/D
Títulos (excluindo ações e derivativos financeiros) (B)	194,34	217,01	253,62	253,43	252,00	93,61	N/D
Curto prazo	1,63	5,50	10,82	9,12	11,84	16,52	N/D
Longo prazo	192,71	211,52	242,80	244,31	240,15	77,10	N/D
Empréstimos (C)	44,27	45,54	44,59	75,08	102,32	209,54	N/D
Curto prazo	0,56	0,29	1,52	2,77	2,62	2,21	N/D
Longo prazo	43,71	45,25	43,08	72,31	99,70	207,33	N/D
Déficit do Setor Público	N/D	N/D	N/D	-24,11	-19,96	-17,21	-23,11

Fonte: Eurostat.

### 3.3.3 Troca de títulos

A terceira via é a redução forçada das taxas de juros que incidem sobre a dívida pública. Apesar de parecer uma proposta simples e efetiva, esta redução forçada é bastante controversa, uma vez que os credores externos não aceitam facilmente a diminuição de suas receitas, considerando ainda as implicações sobre os sistemas bancários nacional e/ou internacional. Já a parcela que se encontra dentro do próprio país dificilmente seria renegociada, especialmente contratos de curto e curtíssimo prazo, aumentando ainda mais o déficit do governo, além de ser uma quebra de confiança dos detentores da dívida, pois não os diferencia em termos de renda e riqueza.

No entanto, essa estratégia tem sido aceita pelo FMI, sendo o caso argentino, em 2001, o mais importante. Manolopoulos (2011) compara o caso argentino ao grego, mostrando similaridades em relação à âncora cambial e ao comportamento da economia nos anos subsequentes.

Em novembro de 2001, a Argentina fez uma troca de títulos no valor de US\$ 51 bilhões por títulos denominados em moeda doméstica, que a partir daquele momento teria sua cotação definida pelo mercado. O *spread* dos juros sobre a dívida, que oscilava entre 15 e 20% além da taxa de juros da dívida estadunidense, foram reduzidos a 7% ao ano, sendo ainda concedido um ano até que os pagamentos se iniciassem.

Em 2012, a Grécia aprovou uma proposta para troca de parte de seus títulos de dívida num total de € 194,5 bilhões, mas que não incluiu títulos mantidos em instituições europeias, substancialmente do BCE. Credores oficiais não foram atingidos, mas os credores privados chegaram a perder mais

de 60% de seus ativos gregos. Foram dadas duas opções aos credores: novos títulos com valor de face igual a 31,5% dos títulos antigos; ou o pagamento de 15% do valor de face em até dois anos.

Os novos títulos passariam a pagar juros de 2% até 2015, 3% até 2020, 3,65% até 2021 e 4,3% até atingir seu vencimento. Em termos nominais, o corte no valor dos títulos chegaria a 53,5%. Essa foi, segundo o FMI, a maior reestruturação de títulos de dívida para um país que não pediu concordata. Em 9 de março de 2012, a Grécia anunciou que 82,5% dessa dívida foi reestruturada.

De acordo com Zettelmeyer, Trebesch e Gulati (2013), em 2015 o pagamento da dívida grega, incluindo juros e principal, estará estabilizado em torno de € 10 bilhões por ano, com redução progressiva até 2020, com pagamentos de € 5 bilhões por ano, em média, até 2043. Para efeito de comparação, esses pagamentos deveriam atingir, antes da troca de títulos, mais de € 30 bilhões em média entre 2012 e 2019.

Outro aspecto fundamental para o sucesso do plano foram os CAC's (Collective Action Clauses) que evitaram a ativação dos derivativos de crédito (CDS) em caso de *default*. Assim, de acordo com os autores e o FMI (2012), a troca de títulos efetuada pela Grécia em 2012 foi bem sucedida porque foi suficientemente ampla para evitar a concordata do país, sem com isso causar turbulências no sistema financeiro internacional.

#### 3.3.4 Repúdio

Uma possibilidade para a extrapolação da troca de títulos é o repúdio à dívida. Os argumentos contra isso são ainda maiores. Para Keynes (1923), um confisco da dívida pública é inviável, a não ser que seja acompanhado de uma revolução: uma vez aberta a possibilidade de abolição de uma forma de propriedade, as outras formas estariam também sujeitas à discussão.

Hudson (2012) argumenta que o cancelamento de parte da dívida é inevitável, num movimento de diminuição forçada de seu valor de face. Ele remete à Grécia antiga, quando entre 2.500 A.C. e 500 A.C. Atenas e Esparta incorreram em cancelamentos de dívidas para reverter a polarização financeira entre credores e devedores. Além disso, o autor explica que o milagre econômico alemão foi proporcionado pela reforma monetária e o perdão da dívida com os países aliados em 1947.

### 3.3.5 Inflação

A alternativa mais comum para países endividados é o chamado imposto inflacionário, depreciando o valor da moeda. É a solução mais natural na ausência de outras fontes de receita e qualquer governo pode adotá-la, por mais fraco que seja, porque é a forma de taxaçoão que o público tem mais dificuldades para sonegar e compreender. O seu custo recai sobre toda a sociedade, *grosso modo*, não pode ser burlado e seus custos de cobrança emergem somente se a inflação ultrapassa certos patamares – em decorrência, por exemplo, do chamado efeito Tanzi – vantagens que convenceram muitos Estados a executar esta medida quando não podiam tomar nenhuma outra.

A inflação não corrige déficits nos balanços e reduz progressivamente o valor da dívida em termos reais, além de causar aumento nos preços e no custo de vida via queda do valor real dos salários. Os capitalistas aumentam seus ganhos com esse arrocho salarial e a especulação com estoques.

Enquanto o público utilizar moeda o governo pode criar recursos via inflação, até que o nível do imposto inflacionário seja proibitivo e supere as conveniências de utilizar moeda no dia-a-dia. Não se deve esquecer também, como mencionado acima, do chamado efeito Tanzi, o intervalo de tempo entre o efeito gerador do tributo e a arrecadação efetiva, o qual, com inflação muito elevada, pode mais do que contrabalançar qualquer vantagem de depreciação da dívida e de possibilidade de ampliação da senhoriagem, via inflação.

Assim, nas sociedades modernas, o dinheiro, em condições especiais, como as de inflação elevada, pode ser descartado como reserva de valor e sua utilização como unidade de conta pode se tornar pouco relevante – apenas sendo utilizado devido a obrigações legais. Por fim, quando o papel moeda passa a ser utilizado apenas para realizar pequenas transações diárias, o chamado “imposto inflacionário” perdeu totalmente sua relevância. A partir deste ponto, qualquer impressão de moeda pelo governo torna-se irrelevante.

“When a country has once started on the downward path of inflation, it become more and more difficult to call a halt; the depreciation of the monetary standard proceeds more and more rapidly, all trade becomes a gamble, and the end is likely to be a headlong plunge into economic and political chaos.” (Dalton, 1923 p.21).

A Grécia, porém, não tem a possibilidade de recorrer ao imposto inflacionário enquanto fizer parte da Zona do Euro, uma vez que não tem

autonomia de política monetária, definida externamente pelo Banco Central Europeu. Dessa maneira, discute-se a seguir uma possível desvalorização interna e as consequências do abandono da Zona do Euro.

### 3.3.6 O *capital levy*

O *capital levy* é uma medida que tem como objetivos sanar os desequilíbrios nas contas do governo e reduzir os juros da dívida pública. Apesar de a expressão sugerir que seja um “imposto sobre o capital”, com “capital” sendo comumente definido como a porção da riqueza que busca valorização, um *levy* incide sobre toda forma de riqueza dos indivíduos e empresas: terrenos, fábricas, investimentos, automóveis, títulos, debêntures, até itens pessoais.

A respeito da forma de pagamento, impostos são necessariamente pagos em moeda, sendo que para alguns autores a definição de moeda é precisamente “aquilo que o Estado aceita como pagamento de impostos” (Wray, 1998). Como o *capital levy* não tem como objetivo a pura e simples arrecadação de recursos, Dalton (1923) argumenta que o Estado deve aceitar outras formas de pagamento, preferencialmente títulos da dívida pública.

Há, então, duas principais especificidades que diferenciam um *levy* de um imposto: o meio de pagamento não é necessariamente a moeda, uma vez que a simples arrecadação de recursos não figura entre seus objetivos; de forma que o objeto a ser taxado é de natureza atípica e o Estado deve favorecer o pagamento com títulos públicos. Outros meios de pagamento possíveis são títulos de qualquer natureza, como ações e debêntures, ou ainda terrenos e propriedades.

A última característica peculiar de um *levy* é a não-recorrência. Ele deve, então, ser uma medida extraordinária a não se repetir, porque isso estimularia o consumo, fazendo com que a população gastasse seu dinheiro assim que o recebesse, de modo a evitar futuras taxações. Eichengreen (1989) argumenta que, mesmo na ausência de garantias da não-recorrência, poupança, investimento e capacidade de o governo obter receitas devem permanecer inalteradas.

É dever do Estado estabelecer quais ativos devem ser taxados ou não, favorecendo aqueles que podem ser mais facilmente valorados.

Posteriormente, o governo deve adotar critérios para reunir informações acerca do patrimônio dos contribuintes, através da declaração de Imposto de Renda ou de algum novo cadastro a ser preenchido e que permita descontar valores que podem ser deduzidos, por exemplo, em razão do número de filhos, hipotecas e dívidas, os quais reduzam o patrimônio líquido total dos indivíduos.

De posse dessas informações, é possível ao governo adotar: 1) o critério de exclusão, ou seja, um valor máximo até o qual o patrimônio de um indivíduo não será taxado, excluindo também cidadãos isentos de pagar imposto de renda; e 2) uma escala crescente de porcentagens que incidem sobre a riqueza, a qual permitiria saber de antemão o montante que seria arrecadado pelo *capital levy* e ainda se este montante seria suficiente para uma diminuição considerável da dívida e das obrigações referentes a ela.

O primeiro resultado esperado de um *capital levy* é uma diminuição considerável, ou mesmo eliminação, da dívida pública. A riqueza agregada do país não se alteraria, conquanto sua distribuição seria radicalmente afetada, no sentido de aumentar a riqueza do Estado, de forma que o ativo deste crescesse em relação ao passivo, tornando-se maior ou ao menos reduzindo a diferença entre eles. Ao mesmo tempo, a riqueza nas mãos do setor privado diminuiria, especialmente na camada mais abastada da sociedade. Essa redução, no entanto, não necessariamente seria maior do que a causada por qualquer outro método de taxação: um grande aumento nos impostos que incidem sobre a renda, por exemplo, poderia afetar a sociedade tão ou mais intensamente.

Outra consequência importante de um *capital levy* é a redução nas demais formas de taxação, uma vez que não há mais a necessidade da geração de um grande superávit para o pagamento dos juros da dívida. Sob este prisma, as camadas mais pobres e médias podem ter como resultante uma diminuição nos impostos totais pagos.

Dessa maneira os trabalhadores e pequenos empresários teriam muito a ganhar em comparação com cenários alternativos em que há um aumento nos impostos que incidem sobre o consumo e a renda proveniente do trabalho. O maior peso do *capital levy* recai sobre as camadas mais ricas da população e sobre aqueles que vivem como rentistas.

Em relação às alternativas possíveis para lidar com o alto endividamento, um *levy* não causa grandes distorções no ambiente econômico, tampouco necessitando de uma revolução para ser colocado em prática. Apesar de ser uma medida considerada severa, seus benefícios são extraordinários: num primeiro momento, os impactos distributivos de renda se direcionam em favor do Estado; em seguida, a redução dos impostos beneficia a sociedade como um todo, especialmente os trabalhadores e a indústria. Por fim, ao estabilizar as finanças estatais, beneficia toda a sociedade, “destravando” o Estado, reduzindo e, posteriormente, estabilizando a inflação, e descartando a ulterior necessidade da continuidade de políticas recessivas.

Assim, a vantagem mais significativa desta medida é eliminar uma grande parte da dívida pública e conseqüentemente o fardo dos juros a ela atrelados. Isso ocorre pelo simples pagamento ao governo pelos detentores da dívida e a conseqüente eliminação destes papéis utilizados pelos contribuintes como meio de pagamento.

A principal diferença de um *levy* em relação às suas alternativas é, então, o impacto progressivo na economia e seu caráter anti-recessivo e deflacionário, ao contrário, por exemplo, de um aumento de impostos ou da desvalorização da moeda, além de ele evitar quebras de confiança ou rupturas com o sistema financeiro internacional.

*Levies* foram utilizados desde a Grécia antiga, mas foi principalmente no entre guerras que sua aplicação foi mais comum. De acordo com Eichengreen (1989), na maioria dos casos estudados essa medida se mostrou infrutífera devido a imperfeições em sua aplicação, em especial a demora entre sua proposição e a adoção combinada à ineficiência de uma legislação que impedisse a fuga de capitais. A Caixa 1, abaixo, resume as experiências com o *capital levy* implementadas a partir dos anos 1920.



Caixa 1: O *capital levy* no século XX

País (ano)	Alíquota	Prazo	Resultado
Itália (1920)	4,5% a 50%	20 anos	Sucesso: a taxaço sobre o capital acumulado entre 1914-1920 foi importante para manter o alto nível de gastos do governo no entre guerras.
Tchecoslováquia (1921)	3% a 30%	3 anos	Sucesso: apenas uma minoria teve de pagar o novo imposto e o governo conseguiu limitar a fuga de capitais.
Áustria (1919)	30% a 50%	3 anos	Fracasso: por questões políticas, a demora entre sua proposição e implementação facilitou a fuga de capitais e a sonogação; culminando em instabilidade financeira e, por fim, hiperinflação.
Hungria (1920)	5% a 20%	3 anos	Fracasso: por ser um país rural, os principais donos de terras utilizaram sua influência política para adiar o pagamento, uma vez que a fuga de capitais de ativos pouco líquidos era impraticável. Houve hiperinflação.
Alemanha (1920)	10% a 65%	30 a 50 anos	Fracasso: a oposição dos capitalistas, que fizeram o possível para atrasar sua implementação, causou uma crise fiscal. Ao final de 1921, a inflação já havia diminuído as receitas, culminando na hiperinflação em 1923.
Japão (1946)	10% a 90%	1 ano	Sucesso: o <i>levy</i> recaiu sobre os 3% mais ricos da população, num contexto de grandes reformas. Apesar de alguma inflação, praticamente todo o valor esperado foi efetivamente arrecadado.

Fonte: Eichengreen (1989)

Um eventual *capital levy* implementado na Grécia durante a década de 2010 recairia na população definida, por consultorias internacionais que estudam a riqueza, como “ultra rica”. Membros dessa população tem, individualmente, em média, um estoque de riqueza superior a US\$ trinta milhões.

Apesar da crise europeia e da retração observada na riqueza da população “ultra rica” de 2,7% (entre 2012 e 2013), a riqueza dessa parcela da população grega se manteve inalterada em US\$ 50 bilhões, divididos por 255 indivíduos. Para efeito de comparação, a população “ultra rica” da Europa conta com 53.440 indivíduos, com uma riqueza total de US\$ 6,95 trilhões.

Um *capital levy* executado nos moldes das propostas mais modernas feitas por Bach, Beznoska e Steiner (2011) e Bach (2012) seria da ordem de 40%. Ainda que apenas indivíduos considerados “ultra ricos” estejam sujeitos a esse imposto, a arrecadação, na Grécia, atualmente, seria de cerca de US\$ 20 bilhões. Ainda que o prazo para o pagamento fosse alongado, este seria o valor presente da arrecadação.

O valor arrecadado corresponde, aproximadamente, a € 15,6 bilhões: 18% do orçamento de 2012 e 5% do valor total da dívida em 2013, como podemos ver nas Tabelas 11 e 12. Para efeito de comparação, o gasto médio

anual com juros da dívida entre 2008 e 2012 foi de € 12 bilhões, enquanto o volume médio de empréstimos no mesmo período chegou a € 24 bilhões.

**Tabela 12:** Empréstimos e Juros, Grécia (€ bilhões).

	2008	2009	2010	2011	2012
Total de empréstimos (recebidos)	23,15	36,11	24,05	20,00	17,48
Total de juros (pagos)	10,68	11,94	11,92	13,19	15,02

Fonte: Eurostat.

Assim, um *capital levy*, ainda com parâmetros conservadores, não teria um impacto muito significativo no endividamento total, mas permitiria ao governo economizar até dois anos com os juros da dívida e/ou se abster de novos refinanciamentos (mais ou menos no equivalente a cerca do que recebeu em um ano, com exceção de 2009, como podemos ver na Tabela 12 acima), o que já seria um alívio considerável.

#### 3.4. A desvalorização interna

Como parte dos esforços coordenados pela *troika* para aumentar receitas e diminuir despesas, a Grécia pode ainda recorrer à desvalorização interna com o intuito de ganhar competitividade frente aos países da União Europeia.

A desvalorização interna é uma medida que visa aumentar a competitividade de um país, principalmente pela redução dos custos do trabalho, via salários ou custos indiretos, ligados a direitos trabalhistas. É considerada uma alternativa à desvalorização externa, quando há redução do valor de uma moeda nacional por meio de uma política implementada pelo governo ou Banco Central.

Uma vez dentro da Zona do Euro, com câmbio fixo, a *troika* considera a desvalorização interna fundamental para os países da região passando por problemas com endividamento. Isso porque os formuladores de políticas não veem alternativas de políticas disponíveis, dado o cenário econômico dos países. A *troika* acredita que os efeitos negativos de uma desvalorização interna na Grécia serão compensados pelo aumento das exportações devido a incrementos na competitividade, justificando assim as medidas de austeridade impostas ao país.

Nos últimos trinta anos, alguns países necessitaram recorrer à desvalorização interna porque suas moedas estavam sobrevalorizadas num

contexto de taxas de câmbio fixas. As raízes para essa sobrevalorização foram diversas: choques externos e contágio financeiro, apreciação da âncora cambial, e depreciação da moeda nos principais países com quem mantinham negócios (Argentina 1998, Hong Kong 1997); grandes choques exógenos num contexto de rigidezes estruturais (Holanda nos anos 1980, Alemanha nas décadas de 1990 e 2000); ou expansão do crédito e bolhas de preços (Países Bálticos 2008, Irlanda 2009).

Desvalorizações internas são inevitavelmente associadas a profundas e duradouras recessões, porque os regimes de câmbio fixo forçam o peso do ajuste sobre o crescimento, a renda e o emprego. Dependendo do tamanho dos desequilíbrios, da força das medidas de ajuste e da resposta das variáveis macroeconômicas, a duração do período de ajuste pode ir, por exemplo, de 15 meses (Hong Kong) até 45 (Argentina, antes de abandonar a conversibilidade), enquanto a profundidade da recessão variou entre pequenas recessões (Alemanha e Holanda) até o profundo colapso econômico, acompanhado de altas taxas de desemprego e emigração (Letônia). Comumente, a desigualdade de renda também cresce durante o processo de ajuste, agravada por possíveis cortes nos gastos em transferências sociais, educação e saúde.

Historicamente, a restauração da competitividade pela desvalorização interna se provou uma tarefa difícil e com baixas taxas de sucesso. Países que recorreram à maxidesvalorização de suas moedas em geral se recuperaram mais rapidamente. Em geral, lidar com problemas de competitividade é difícil pela prévia acumulação de grandes desequilíbrios orçamentários e de dívida externa, uma vez que a deflação para restaurar a competitividade trabalha diretamente contra os esforços para a melhora da situação fiscal. Ao mesmo tempo, políticas fiscais pró-cíclicas para corrigir desequilíbrios fiscais e políticas monetárias contracionistas para manter a taxa de câmbio agravam as pressões da recessão. Contudo, no caso da Zona do Euro, mudanças diretas na taxa de câmbio não são possíveis, assim como não são necessárias políticas fiscais e monetárias adequadas para manter a taxa de câmbio estável intra-Zona do Euro, mas sim como requisito institucional (“contratual”) para dela participar, a partir das condições iniciais de constituição da nova moeda (Euro) e de suas revisões.

Assim, a experiência prévia dos países sugere que diversos fatores são necessários para que a desvalorização interna funcione. As pré-condições mais importantes são o grau de abertura da economia; a mobilidade dos fatores e a flexibilidade dos preços e salários. Uma maior integração com países com moeda comum, ou um estado de bem-estar social limitado (Hong Kong) também são considerados favoráveis pelo FMI.

Desvalorizações internas bem sucedidas são também caracterizadas por fortes políticas fiscais, apoiadas social e politicamente para a manutenção do regime cambial (Países Bálticos). Baixa dívida pública e determinação para conter gastos excessivos aumentam a credibilidade dos programas de ajuste fiscal. Políticas de redução de riscos, que limitam a alavancagem do setor privado e apoiam, então, uma maior solidez e capitalização de setores financeiros mais desenvolvidos também são condições importantes. Finalmente, as chances de sucesso aumentam diante de um contexto externo favorável.

No entanto, mesmo que várias dessas condições sejam atendidas, a desvalorização interna tende a ser um processo doloroso. Apesar do grande declínio (nominal) em salários e pensões, depreciações da taxa de câmbio real têm sido regularmente apenas modestas, devido ao limitado repasse para os preços, chamado de “efeito *pass-through*”, por exemplo, nos casos dos Países Bálticos, Argentina e Grécia. Além disso, as empresas em geral cortam empregos, ao invés de diminuir salários, mesmo em países com leis trabalhistas mais flexíveis, como é o caso da Letônia.

Outro ponto importante observado pelo FMI é a demora na realocação de recursos dos setores não comercializáveis (*non-tradables*) para os comercializáveis (*tradables*), especialmente, em alguns casos, devido à ausência de qualificações e aumento do investimento no setor de bens comercializáveis, impedindo a realocação plena dos fatores. É por isso que ajustes externos se dão principalmente pela diminuição das importações (sobretudo no curto prazo), em vez do aumento das exportações.

A experiência da Argentina entre 1998 e 2002 mostra que uma economia pode ficar presa numa espiral descendente, na qual o ajuste pela desvalorização interna acaba por se mostrar impossível, e a única maneira de recuperação é a concordata e o abandono do câmbio fixo. A conversibilidade

na Argentina terminou em janeiro de 2002, após quase quatro anos de grande recessão e a oferta cair 20%, culminando em altas taxas de juros, quebras bancárias, desemprego, pobreza, cortes em salários e pensões, fuga de capitais e deterioração dos ativos. Com o abandono da âncora cambial, o sistema bancário sofreu um colapso e a atividade econômica tornou-se virtualmente estancada no primeiro trimestre de 2002; mas no trimestre seguinte a economia começou a se recuperar, atingindo uma média de crescimento de 8,5% do PIB por seis anos, sendo que após três anos a atividade já atingiu os mesmos níveis pré-crise. Apesar da maxidesvalorização cambial de mais de 50% em dezembro de 2001 as exportações líquidas não cresceram significativamente: entre 1997 e 2007, apenas em 2002 contribuíram positivamente para o crescimento.

O caso argentino, como mostrado pelo FMI (2012) e Manopoulos (2011), oferece uma perspectiva importante para as possibilidades de dinâmica macroeconômica na Grécia. No início da crise, a Grécia possuía um grande déficit fiscal e de conta corrente; uma base exportadora praticamente inexistente e rigidezes estruturais no mercado de trabalho, além de tensões sociais por causa do desemprego e cortes de gastos. Por isso, segundo o FMI, mostra-se imprescindível que haja apoio na implementação de reformas para aliviar o doloroso processo de ajuste (FMI, 2012).

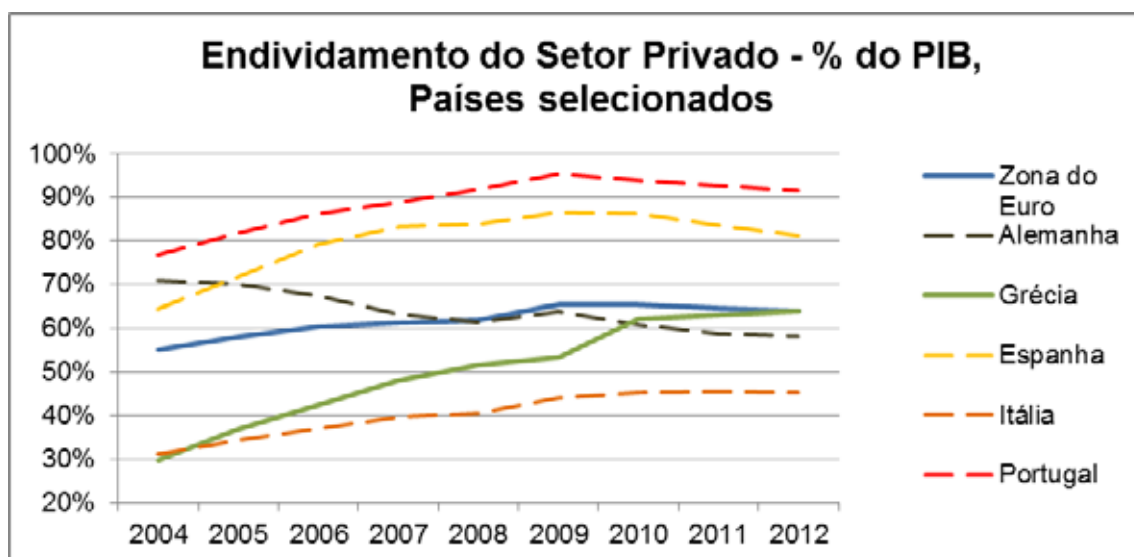
### 3.5. Impactos da saída do euro

A saída da Grécia do euro envolveria impactos econômicos, por vários canais. De acordo com o FMI (2012), os principais efeitos seriam sobre o patrimônio do setor privado, desorganização do sistema de pagamentos e restrições financeiras.

Em termos agregados, o setor privado grego não está excessivamente endividado em comparação à média europeia (Gráfico 11); porém a variância da exposição de agentes (pessoas jurídicas e físicas) específicos é desconhecida. A inflação resultante da desvalorização reduziria o valor real da poupança financeira (estoque) do setor privado. O sistema de pagamentos, por sua vez, sofreria uma interrupção que aumentaria a incerteza sobre contratos (firmados em euros) até que fosse possível determinar uma maneira de substituir o euro por uma nova moeda. Por fim, o sistema financeiro sofreria um

abalo, sobretudo o Banco Central Europeu. A liquidez e o crédito diminuiriam drasticamente, causando falências.

**Gráfico 11:** Endividamento do Setor Privado (em % PIB), países selecionados



Fonte: Eurostat.

Além disso, o FMI estima que o PIB se contrairia em mais de 10% no primeiro ano após a saída do euro, causando uma queda ainda maior na demanda doméstica. O déficit em conta corrente também diminuiria, por conta da queda das importações. Após cinco anos, no entanto, a depreciação teria impactos positivos no setor de bens comercializáveis, incluindo manufatura e turismo.

O FMI também atenta para o fato de o aumento da competitividade causado pela depreciação do câmbio ser espúrio e temporário caso os desequilíbrios fiscais e deficiências estruturais não sejam resolvidos. A depreciação da moeda e o financiamento do déficit pela política monetária poderiam causar inflação e, conseqüentemente, pressionar salários e preços de insumos, reduzindo os ganhos de competitividade. É importante lembrar que, após a saída do euro, a dívida externa se tornaria excessivamente custosa, tornando-a, aos olhos do FMI, impagável. O *default* seria inevitável.

Além disso, a saída da Grécia da Zona do Euro teria efeitos de contágio importantes, apesar de que os impactos diretos seriam relativamente modestos, devido ao tamanho da economia grega. Ao mesmo tempo, ganhos de competitividade da economia grega causariam algum impacto em seus concorrentes diretos, especialmente na indústria turística. Já os impactos indiretos seriam mais severos, uma vez que a percepção de risco para países

da periferia europeia se acentuaria, com o aumento da incerteza sobre a permanência de países com dificuldades econômicas no euro. A própria administração da saída do euro, com controle de fluxo de capitais e congelamento de depósitos poderia afastar investidores em outros países, causando fuga de capitais preventivas. E, por fim, os efeitos sobre os bancos europeus e americanos, como vimos no Capítulo 1, poderiam ser muito significativos.

Assim, de maneira geral, os autores (FMI (2012), Manopoulos (2011), Laksos e Tsakalotos (2013)) não veem com bons olhos o abandono da moeda comum como uma saída viável para a Grécia (e outros países com dificuldades). Apesar de reconhecer os inúmeros problemas inerentes à manutenção da âncora cambial, a saída do euro poderia causar impactos profundos e duradouros, não só na economia grega, mas também na europeia.

#### 4. Conclusão

Como foi visto ao longo deste trabalho, a crise pela qual a Grécia passa não é apenas uma crise econômica de endividamento, mas também política e social. Ao mesmo tempo, o país está inserido num contexto de grandes desequilíbrios e assimetrias de origem estrutural, produtiva, financeira e política.

A crise grega não começou em 2009: muito antes da entrada na Zona do Euro o país possuía dificuldades econômicas em comparação a outros países da Europa. Com o regime ditatorial no início do Século XX, a Grécia conviveu com um sistema tributário fraco, pouco impositivo e altamente regressivo, gerando déficits públicos estruturais com os quais o país conviveu nas décadas de 1980 e 1990.

A consultoria do banco Goldman Sachs apenas contribuiu com maquiagens e manobras contábeis para que a Grécia fosse aceita na Zona do Euro, fato que contribuiu para a aceleração do endividamento devido ao maior acesso ao crédito e em melhores condições. Assim, a “solução” encontrada para os déficits foi o maior acesso ao financiamento, aprofundando e agravando o problema inicial.

O maior acesso ao crédito não é necessariamente um fator negativo; mas no caso da Grécia sua destinação foi principalmente o financiamento dos

déficits públicos sem que houvesse crescimento nos investimentos e modernização do país.

Vale dizer, apesar de a crise *subprime* de 2008 ter ajudado a desencadear a crise na periferia da Europa, desequilíbrios da economia grega já existiam há décadas. Com a depressão da economia mundial e a consequente diminuição do fluxo de empréstimos, a Grécia se viu insolúvel. Foi necessário recorrer ao FMI para arcar com os juros da dívida, com a consequente atuação conservadora da chamada *troika*, elaborando um plano de resgate. O método escolhido para lidar com o alto endividamento foi a criação de um fundo de amortização.

No entanto, com o tempo, as projeções elaboradas a princípio, de redução líquida de déficits não estavam sendo atingidas. Ademais, não houve sinal de que o PIB voltaria a crescer no ritmo desejado, a demanda agregada se encolheu e o desemprego subiu a níveis alarmantes. Diante dessa situação, foi elaborada uma estratégia para a troca de títulos da dívida grega, com um grande desconto no principal e taxas de juros mais favoráveis, além do alongamento do prazo para os pagamentos. Dessa vez, as novas projeções indicavam que a economia sofrerá no curto prazo (até 2016), por causa da recompra de títulos; mas a partir de então os juros da dívida poderiam ser pagos com mais tranquilidade e a crise de endividamento seria finalmente superada.

Em relação à produção, a economia grega é baseada no turismo, única indústria realmente desenvolvida. A grande maioria da produção de manufaturas do país é composta por bens primários e com tecnologia simples. A entrada na Zona do Euro facilitou aos gregos o acesso a bens importados dos outros países-membros, especialmente da Alemanha e Holanda – países muito mais competitivos. Por conta disso a indústria manufatureira mais complexa, que já era diminuta, praticamente se extinguiu ao longo da década de 2000.

A fim de aumentar a competitividade, dentro de um cenário que impossibilita a desvalorização externa, o FMI acredita que a desvalorização interna possa alcançar esse objetivo. Apesar de a experiência internacional não sugerir êxito para a economia grega, o FMI apenas nota a “demora na realocação plena dos fatores” (FMI, 2012), como se esse movimento fosse



natural e indolor. Mesmo com a flexibilização do mercado de trabalho não houve diminuição dos salários, mas sim aumento do desemprego, como visto no Gráfico 10. Como vimos neste Capítulo, não há evidências que suportem ganhos contínuos de produtividade para a economia num futuro próximo, uma vez que praticamente não há investimentos no setor industrial nem espaço nas finanças públicas para a coordenação de um programa de investimentos.

Outro fator que contribui para o déficit grego é a pouca diversificação de sua economia, a qual foi ainda reduzida, como vimos, deixando o país muito dependente de importações. Há, então, uma necessidade grande de correção no setor externo da economia. Esse ajuste, entretanto, não pode ser feito via taxa de câmbio, mantida fixa, de modo que o déficit em transações correntes não tem perspectiva de grandes mudanças no curto prazo, a não ser via o mecanismo de desvalorização interna, como explicamos anteriormente, de pequena repercussão, no caso grego, frente a falta de competitividade do país.

Seguindo a identidade entre os três setores apresentada no Capítulo 1, caso haja poupança do governo e o déficit do setor externo permaneça, a diminuição esperada do déficit público grego deve ter sua contrapartida no aumento do déficit do setor privado, magnificada pelos dois superávits acima descritos – o do setor público e o do setor externo.

A análise cautelosa desses desequilíbrios mostra que a opção pela austeridade, além de conservadora, se mostra equivocada, pois um maior déficit do setor privado não parece tender a estimular este mesmo setor, conduzindo o país a uma recessão mais forte, o que teve impactos deletérios sobre a redução do déficit público. O efeito maior se sentiu, como vimos, pela redução dos desequilíbrios em transações correntes; sobretudo via queda das importações. Logo, as metas estabelecidas pela *troika* não foram cumpridas e houve grande deterioração social, com o desemprego atingindo níveis de alta históricos.

No entanto, como revela Hudson (2012), não há nenhum tipo de sanção para as instituições – Comissão Europeia, FMI e Banco Central Europeu – tampouco para seus administradores e formuladores de políticas. Hudson afirma ainda que a grande ficção econômica atual é a de que todas as dívidas podem ser pagas, contanto que os países se submetam à austeridade, empobrecem seus trabalhadores, fechem indústrias e deixem os bancos

executar hipotecas, ao mesmo tempo em que cortam gastos sociais, com saúde e educação.

Revela-se assim uma assimetria de poder importante já que não há responsabilização por metas nem resultados, como se os “experimentos” realizados com as políticas econômicas não afetassem o destino de países e de milhões de pessoas. Do mesmo modo, os países precisam se ajustar para pagar juros da dívida com os bancos, que precisam ser resgatados e não sofrem nenhuma consequência por ter “emprestado demais”, fora, em alguns casos, certa depreciação de valores e alongamento de prazos de amortização.

Finalmente, o principal causador de desequilíbrios e assimetrias é o euro. A adoção de uma moeda única para um conjunto muito heterogêneo de países apenas ampliou as desigualdades entre eles. Países menos competitivos não tiveram ganhos de competitividade e, como observamos no Gráfico 5, houve grande ampliação dos déficits e superávits em conta corrente entre países da Zona do Euro.

Não há, no âmbito da Zona do Euro, uma formulação de políticas que tenha como objetivo corrigir esses desequilíbrios entre os países-membros: acredita-se que aqueles que têm déficits devem recorrer à austeridade, enquanto (principalmente) Alemanha e Holanda adotam políticas mercantilistas e tem grandes superávits não precisam fazer nenhum tipo de ajuste. É claro que, assim como no caso da identidade entre investimento e as três poupanças (privada, pública e externa), a “conta não fecha”. Um eventual ajuste externo dos países deficitários tem repercussão negativa sobre o saldo dos superavitários, a despeito de que todo o peso do ajuste recaia sobre os primeiros.

Ainda que as dívidas dos países da periferia europeia fossem canceladas sem maiores consequências, os mecanismos que criaram a “bomba-relógio” dentro da economia grega (e da periferia europeia) permanecem “montados”. Não há no horizonte a perspectiva de criação de políticas mais sustentáveis (não no sentido ambiental, ainda que se pudesse incluí-lo) para os países que adotaram o euro, com investimentos coordenados que diminuam o abismo produtivo entre eles. Pelo contrário, a política vigente é tão somente de austeridade, que, pior do que não corrigir os desequilíbrios, em muitos casos os torna ainda mais profundos.

É certo que a troca de títulos grega, segundo o FMI (2012) e Zettelmeyer, Trebesch e Gulati (2013), foi suficiente para tornar o país solvente. Mas a estrutura econômica do país continua defasada, o desemprego é alto, os investimentos e o produto não se recuperaram. O sistema tributário continua regressivo e recaindo sobre a renda do trabalho, e o consumo sem perspectiva de mudanças na direção dos ganhos financeiros.

Sem transformações significativas, a Grécia continua dependente de importações e, sem crescimento econômico, as receitas públicas também não crescem. O déficit estrutural persiste, de modo que a extensão dos prazos da dívida pode significar apenas o adiamento do relógio conectado à bomba ou, no mínimo, uma estagnação que talvez se prolongue por décadas, de uma economia já atrasada e pouco competitiva.

## Referências Bibliográficas

AKYÜZ, Yilmaz. *Crisis mismanagement in the United States and Europe: Impact on developing countries and longer-term consequences*. Turkish Economic Association: 2014.

ASKENAZY, Philippe; COUTROT, Thomas; ORLÉAN, André; STERDYNIAK, Henri. *Manifesto dos economistas aterrados*. Actual. Setembro de 2010.

BACH, Stefan. *Capital Levies – A step towards improving public finances in Europe*. DIW Economic Bulletin 8.2012. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V. 3 de Agosto de 2012.

BACH, Stefan; BEZNOSKA, Martin; STEINER, Viktor. *A wealth tax on the rich to bring down public debt? Revenue and distributional effects of a Capital Levy*. DIW Discussion Papers 1137. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.V. 7 de Julho de 2011.

BIBOW, Jörg. *The Euro debt crisis and Germany's Euro trilemma*. Levy institute of Bard College: Maio de 2012.

BIS – Bank for International Settlements. *International bank claims, consolidated - ultimate risk basis*.

CAPGEMINI; RBC Wealth Management. *World Wealth Report*. 2012.

CORIAT, Benjamin; LANTENOIS, Christopher. *L'imbroglia grec: La dette souveraine grecque prise au piège de la zone euro*. Julho de 2011. Disponível em [www.aterres.org](http://www.aterres.org).

DALTON, Hugh. *The Capital Levy Explained*. Nova Iorque: Knoff. 1923.

DAVIDSON, Paul. *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*. Aldershot, Hants: Edward Elgar. 1994.

EICHENGREEN, Barry. *The Capital Levy in theory and practice*. National Bureau of Economic Research, Cambridge: Setembro de 1989.

\_\_\_\_\_. *Implications of the Euro's crisis for international monetary reform*. Journal of Economic Policy Modeling: Janeiro de 2012.

EUROSTAT. *Europe in figures - Eurostat yearbook 2012*. 2012.

FMI Country Report No. 12/57. *Greece: Request for extended arrangement under the extended fund facility – Staff report*. Washington: Março de 2012.

\_\_\_\_\_. *Lessons from the crisis in Argentina*. Washington: Outubro de 2003.

GIROUARD, N.; KENNEDY, M.; ANDRE, C. *Has The Rise In Debt Made Households More Vulnerable?* OECD Economics Working Paper, No. 535 Paris: OCDE 2007.

GOSSÉ, Jean-Baptiste; PLIHON, Dominique. *The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?* International Conference on Post Keynesian Economics, Japanese Society for Post Keynesian Economics, Tokyo, 2011.

GOTTLIEB, Manuel. *The Capital Levy and deadweight debt in England 1815-40*. The American Finance Association: Journal of Finance, Volume 8, Issue 1, Março de 1953.

HALIASSOS, Michael; VAYANOS, Dimitri. *Getting Greece back on track: How?* 2011.

HANNSGEN, Greg; PAPADIMITROU, Dimitri B. *Fiscal traps and macro policy after the Eurozone crisis*. Levy institute of Bard College: 2012.

HEIN, Eckhard. *The Crisis of Finance-dominated Capitalism in the Euro Area, Deficiencies in the Economic Policy Architecture, and Deflationary Stagnation Policies*. Levy institute of Bard College: Outubro de 2012a.

\_\_\_\_\_. *Financialisation, Re-Distribution and The Financial And Economic Crisis - A European Perspective*. In E. Febrero and O. de Juan (eds.), *Post-Keynesian Views of the Great Crisis and its Remedies*. Abingdon: Routledge. 2012b.

HUDSON, Michael. *The road to debt deflation, debt peonage and neofeudalism*. Levy institute of Bard College: Fevereiro de 2012.

KELTON, Stephanie A.; WRAY, Randall. *Can Euroland survive?* Levy institute of Bard College: 2009.

KEYNES, John M. *A tract on monetary reform*. Macmillan, Londres: 1923.

\_\_\_\_\_. *As Consequências Econômicas da Paz*. São Paulo: Ed. Universidade de Brasília. 1920.

KNIGHT FRANK. *The wealth report 2013: The global perspective on prime property and wealth*. Think: 2013.

KREGEL, Jan. *Diversity and uniformity in economic theory as an explanation of the recent economic crisis*. Levy institute of Bard College: Agosto de 2012.

LASKOS, Christos; TSAKALOTOS, Euclid. *Crucible of resistance. Greece, the Eurozone & the world economic crisis*. Pluto Press, 2013.

MANOPOULOS, Jason. *Greece's 'odious' debt. The looting of the Hellenic Republic by the Euro, the Political Elite and the Investment Community*. Anthem Press: 2011.

McKinsey & Company. *Greece 10 years ahead. Defining Greece's new growth model and strategy*. Março de 2012.

NAVARRO, Vicente. *Crisis and class struggle in the Eurozone*. Counterpunch. Org; Agosto de 2011.

PAPADIMITROU, Dimitri B.; WRAY, Randall. *Euroland in crisis as the global meltdown picks up speed*. Levy institute of Bard College: Outubro de 2011.

PAPADIMITROU, Dimitri B.; WRAY, Randall; NERSISYAN, Yeva. *Endgame for the euro? Without major restructuring, the Eurozone is doomed*. Levy institute of Bard College: 2010.

PAPADIMITROU, Dimitri B.; ZEZZA, Gennaro; NIKIFOROS, Michalis. *A Levy Institute model for Greece*. Levy institute of Bard College: Maio de 2013.

\_\_\_\_\_. *The Greek economic crisis and the experience of austerity: A strategic analysis*. Levy institute of Bard College: Julho de 2013.

PÉREZ-CALDENTEY, Esteban; VERNENGO, Matías. *The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis*. Levy institute of Bard College: Janeiro de 2012.

PETHICK-LAWRENCE, F. W. *A Levy on Capital*. Londres: Gorge Allen & Unwin. 1918.

POLYCHRONIOU, C. J. *The Mediterranean conundrum: the link between the state and the macroeconomy, and the disastrous effects of the European policy of austerity*. Levy institute of Bard College: Maio de 2012.

\_\_\_\_\_. *An Unblinking Glance at a National Catastrophe and the Potential Dissolution of the Eurozone: Greece's Debt Crisis in Context*. Levy institute of Bard College: Setembro de 2011.

\_\_\_\_\_. *Fiscal Sadism and the Farce of Deficit Reduction in Greece*. Levy institute of Bard College: Setembro de 2013a.

\_\_\_\_\_. *The new Rome: the EU and the pillage of the indebted countries*. Levy institute of Bard College: 2013b.

REINERT, Erik S. *Primitivization of the EU periphery: The loss of relevant knowledge*. Working papers in Technology Governance and Economic Dynamics no. 48. Janeiro de 2013.

SINGH, V. J. *Feasibility of a Capital Levy*. Economic and Political Weekly, Vol. 5, No. 11. Março de 1970.

VAN SICKLE, John Valentine. *Direct taxation in Austria*. Cambridge, Harvard university press, 1931.

WEALTH X. *World Ultra Wealth Report*. 2013.

WRAY, Randall. *Waiting for the Next Crash: The Minskyan Lessons We Failed to Learn*. Levy institute of Bard College. Outubro de 2011.

\_\_\_\_\_. *Modern Money*. Levy institute of Bard College: Setembro de 1998.

ZETTELMEYER, Jeromin; TREBESCH, Christoph; GULATI, Mitu. *The greek debt restructuring: An autopsy*. Peterson institute for International Economics. Washington: Agosto de 2013.