

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**Departamento de Ciências Econômicas e Relações Internacionais**

**ANDRÉ LOCKS WEBER**

**A CRISE DO SUBPRIME E SEUS IMPACTOS NA CRISE DA DÍVIDA  
PÚBLICA EUROPEIA.**

**FLORIANÓPOLIS, SC**

**2014**

**ANDRÉ LOCKS WEBER**

**A CRISE DO SUBPRIME E SEUS IMPACTOS NA CRISE DA DÍVIDA  
PÚBLICA EUROPEIA.**

Trabalho de Conclusão apresentado ao curso de Relações Internacionais do Centro Sócio-Econômico da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Arlei Luiz Fachinello

**FLORIANÓPOLIS, SC**

**2014**

**ANDRÉ LOCKS WEBER**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 7,5 (sete e meio) ao aluno André Locks Weber na disciplina CNM 7280 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

**Banca Examinadora**

Orientador: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Arlei Luiz Fachinello

Universidade Federal de Santa Catarina – (UFSC)

Membro: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Lucas Pereira Rezende

Universidade Federal de Santa Catarina – (UFSC)

Membro: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Rodolfo Palazzo Dias

Universidade Federal de Santa Catarina – (UFSC)

**FLORIANÓPOLIS, SC 20/11/2014.**

## AGRADECIMENTOS

Fica aqui minha gratidão a todos que tornaram possível a conclusão de mais uma etapa da minha vida, talvez a mais importante delas. Com este, chega ao fim os cinco anos mais incríveis que já vivi, repleto de desafios, entre tristezas e alegrias. Foi este o período que cresci tanto pessoalmente quanto intelectualmente e foi nele que acredito ter feito amigos para a vida toda.

Não posso deixar de citar alguns nomes, aqueles que de alguma maneira tiveram uma presença marcante durante os anos acadêmicos. Estes se tornaram parte essencial de quem sou hoje. Não existem palavras para definir o quanto sou grato a essas pessoas, pois sem elas, nada disso seria possível.

Gostaria de agradecer aos meus pais Maria Helena Locks e Hirth Ropolpho Miranda Jr, obrigado pela oportunidade de estudar e pelos conselhos durante todos esses anos. Também não posso deixar de agradecer meu irmão, Eduardo Locks Miranda, que inúmeras vezes pediu para eu não voltar para universidade, para passar mais tempo com ele. Gostaria, também, de agradecer minha namorada Raissa Coan Ribeiro, que sempre esteve comigo nos momentos mais difíceis, sempre me dando apoio e passando confiança quando precisei. Obrigado aos meus avós João Evangelista Locks e Osvaldina Lessa Locks, modelos de pessoas, um dia espero ser tão bom quanto eles. Obrigado a toda minha família, que sempre me proporcionou momentos de alegria. Não poderia deixar de citar meus amigos, que são a família que escolhi. São eles, Wagner Fluck, Arthur Xavier, Rodrigo Pizzolatti, Christiano Marzari, Thomas Hildebrand, Antônio Schappo Neto, Dominique Ribeiro e Julia Fonseca. Obrigado, sem vocês esses anos não seriam tão incríveis. Gostaria de agradecer aos grandes amigos que fiz na Alemanha, Ángel Ochoa, Nicola Nasi, Michal Walachowski, Maria Baldovin e todos que se fizeram presentes durante minha estadia lá, obrigado, vocês transformaram um intercâmbio acadêmico na melhor experiência que já tive na vida. Por ultimo, um muito obrigado aos mestres que dedicam suas vidas ao conhecimento, sem vocês o mundo estaria perdido.

## RESUMO

A recente Crise do *Subprime* é resultado de uma série de inovações e inconsistências do sistema financeiro norte americano atreladas à concessão facilitada de créditos bancários e, conseqüentemente, o estouro de uma bolha imobiliária. A Crise, entretanto, não se restringiu ao mercado norte americano, operações nos mercados interbancários e, por fim, a globalização financeira assumem um papel importante para o efeito de transbordamento da crise sobre outras economias do mundo. O presente trabalho exhibe a Crise da Dívida da Zona do Euro sob uma perspectiva econômica internacional pós Crise do *Subprime*. O desenvolvimento do trabalho é baseado na fundamentação teórica de que governos soberanos são considerados a última fonte de recursos de um país, devendo se responsabilizar por manter a confiança entre agentes financeiros. Posteriormente são apresentadas análises de conjunturas e de dados (dívida do governo em relação ao PIB, impacto das intervenções do governo sobre o déficit, entre outros) referentes aos países mais afetados durante a Crise da Dívida Pública na Zona do Euro. Por último, é possível concluir que a Crise do *Subprime* foi fator importante no desencadeamento de uma crise de dívida pública nos países da Zona do Euro.

**Palavras-chave:** Crise do *Subprime*; Crise da Dívida Pública na Zona do Euro; Economia Internacional.

## ABSTRACT

The recent Subprime Crisis is a result of a series of innovations and inconsistencies in the United States financial system, together with the facilitated grant of credit and thereafter, a real state bubble burst. The crisis, however, didn't get restricted to the US market solely, interbank market operation and financial globalization are important to understand the spill-over effect the Subprime Crisis had over another economies around the globe. The present work displays the Sovereign Debt Crisis in the Eurozone from an international economic perspective post Subprime Crisis. The article development is based on the theoretical foundation that sovereign governments are considered lenders of last resort and should take responsibility to maintain the confidence among financial agents. Posteriorly, a conjuncture and data analysis are presented to the most affected countries during the sovereign crisis. Lastly, it is possible to conclude that the Subprime Crisis were crucial to the triggering of the Debt Crisis in the Eurozone.

**Key-words:** *Subprime* Crisis. Debt Crisis in the Eurozone. International Economy.

## LISTA DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 1: Evolução do índice de preços do mercado imobiliário norte americano..... | 16 |
| Gráfico 2: Participação das hipotecas <i>subprime</i> .....                         | 17 |
| Gráfico 3: Evolução do percentual de hipotecas <i>subprime</i> securitizadas.....   | 17 |
| Gráfico 4: Venda de Imóveis nos EUA .....   | 21 |
| Gráfico 5: Relação Dívida/PIB (%).....  | 29 |
| Gráfico 6: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Espanha .....      | 31 |
| Gráfico 7: Taxa de desemprego .....   | 33 |
| Gráfico 8: Taxa de desemprego entre Jovens .....                                    | 35 |
| Gráfico 9: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Grécia .....       | 36 |
| Gráfico 10: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Irlanda.....      | 38 |
| Gráfico 11: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Portugal.....     | 41 |
| Gráfico 12: Impacto das intervenções sobre o déficit - Zona do Euro (18).....       | 42 |

## Lista de Tabelas

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1: Déficit/Superávit do Governo (em % do PIB).....       | 31 |
| Tabela 2: Crescimento da Dívida do Governo ( em % do PIB) ..... | 39 |
| Tabela 3: Taxa de Juros de Longo Prazo.....                     | 43 |

## **LISTADE SIGLAS**

BCE- Banco Central Europeu

CE – Comissão Europeia

CDO - Collateralized debt obligation

CDS - Credit Default Swap

EFSF - European Financial Stability Facility

EFSM - European Financial Stabilisation Mechanism

ESM - European Stability Mechanism

EUROSTAT – Banco de dados da Comissão Europeia

FMI – Fundo Monetario Internacional

NAMA - National Asset Management Agency

NINJA- No income, no job or assets

PIB – Produto Interno Bruto

SIV - Structured investmet vehicle

TROIKA – Comitê formado pelo Banco Central Europeu, Fundo Monetário Internacional e pela União Europeia.

UE – União Europeia

## SUMÁRIO

|   |    |
|---|----|
| RESUMO.....                                     | 6  |
| ABSTRACT .....                                  | 7  |
| LISTA DE GRÁFICOS .....                         | 8  |
| Lista de Tabelas .....                          | 9  |
| LISTADE SIGLAS .....                            | 10 |
| SUMÁRIO .....                                   | 11 |
| 1 INTRODUÇÃO .....                              | 10 |
| 1.1 CONTEXTO E PROBLEMA DE PESQUISA .....       | 10 |
| 1.2 OBJETIVOS .....                             | 11 |
| <b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....               | 11 |
| <b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....        | 11 |
| 1.3 METODOLOGIA .....                           | 11 |
| 2 CRISE DO <i>SUBPRIME</i> .....                | 13 |
| 2.1 BOLHAS ESPECULATIVAS .....                  | 13 |
| 2.2 ANTECEDENTES DA CRISE .....                 | 14 |
| 2.3 A CRISE .....                               | 15 |
| 2.4 O ESTOURO DA BOLHA IMOBILIÁRIA .....        | 20 |
| 2.5 O INÍCIO DE UMA CRISE INTERNACIONAL .....   | 22 |
| 3 CRISE DA DÍVIDA PÚBLICA DA ZONA DO EURO ..... | 23 |
| 3.1 O INÍCIO .....                              | 24 |
| 3.2 O DESENVOLVIMENTO DA CRISE EUROPEIA .....   | 25 |
| 3.3 O ELO ENTRE AS CRISES .....                 | 26 |
| 3.4 O PAPEL DA CRISE DO SUBPRIME .....          | 28 |
| 3.5 ANÁLISE DE DADOS E DE CONJUNTURA .....      | 29 |
| <b>3.5.1 Espanha</b> .....                      | 30 |

|   |    |
|---|----|
| <b>3.5.2 Grécia</b> .....                               | 33 |
| <b>3.5.3 Irlanda</b> .....                              | 37 |
| <b>3.5.4 Portugal</b> .....                             | 40 |
| <b>3.6 CONSEQUÊNCIAS PARA A ZONA DO EURO (18)</b> ..... | 42 |
| <b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....                     | 45 |
| <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....                 | 47 |

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTO E PROBLEMA DE PESQUISA

Em agosto de 2007 foi deflagrada a crise imobiliária nos Estados Unidos da América. Por conta da alta liquidez no mercado internacional e a alta dos preços no mercado imobiliário as instituições financeiras do país passaram a conceder crédito para pessoas com histórico de inadimplência. Através de operações financeiras, as instituições conseguiram fazer com que os ativos lastreados em hipotecas *subprime* obtivessem bons conceitos das agências de *rating*.

Assim, ocorreu uma forte valorização dos ativos imobiliários, dando forma a uma bolha especulativa. Enquanto a alta de preços no mercado imobiliário persistia, os tomadores de empréstimos conseguiam reajustar os mesmos, pois adquiriam novos créditos de maneira a poder continuar honrando com suas dívidas. No entanto, com o início da queda de preço dos imóveis, os agentes não conseguiram mais realizar tais operações e tornaram-se inadimplentes, passando a perder suas propriedades. Os bancos, por sua vez, não conseguiram reaver o dinheiro que já haviam emprestado e não conseguiram honrar suas obrigações com seus investidores, que agora tentavam resgatar seus fundos. Na tentativa de conter a restrição de crédito, o Tesouro americano injetou bilhões de dólares no mercado financeiro.

A crise imobiliária passou a ser uma crise financeira de escala global. Instituições financeiras à beira do colapso total, governos nacionais realizando operações de resgate no sistema bancário e quedas significativas nos mercados de ações ao redor do mundo conduziram à uma recessão econômica global, contribuindo de forma significativa para a Crise na Zona do Euro.

Em 2009 a desconfiança de uma crise na Zona do Euro começou a se alastrar entre os investidores, por conta do crescimento da dívida pública de alguns governos ao redor do mundo, bem como o rebaixamento das notas de títulos públicos de alguns países da Europa. Assim como ocorreu nos Estados Unidos, dívidas privadas foram transferidas para o governo como resultado de operações de resgate do sistema bancário e respostas dos governos para desacelerar as suas respectivas economias, se tornando dívidas públicas. A crise da Zona do Euro é resultado de uma combinação de fatores, a facilidade de concessão de crédito entre 2002 e 2008, desequilíbrio do comércio internacional, políticas fiscais governamentais, a crise financeira global advinda da crise do mercado imobiliário estadunidense e, por fim, a globalização financeira. Além disso, outro fator significativo para o desenvolvimento da crise

foi a estrutura da Zona do Euro, como união monetária sem união fiscal, a qual prejudicou tomada de ações dos líderes europeus frente à crise. Por fim, a Crise da Zona do Euro se tornou também uma crise social nos países mais afetados, como Espanha Grécia, Irlanda e Portugal.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

A bolha especulativa das hipotecas *subprime* no mercado imobiliário estadunidense acabou por gerar uma crise econômica de amplitude global. O presente trabalho tem por objetivo fazer uma análise dos potenciais efeitos geradores da crise e seus impactos na atual crise na Zona do Euro. Se busca explicar como uma crise que teve sua origem no mercado imobiliário dos Estados Unidos da América se transformou em uma crise financeira de amplitudes globais e acabou potencializando a crise da dívida pública europeia.

Assim, será feita uma análise da Crise do *Subprime* e suas relações com a Crise da Dívida Pública da Zona do Euro. A partir disso será feita uma análise conjuntural e de dados dos impactos da crise estadunidense na crise europeia e como os agentes financeiros tiveram um papel importante para o transbordamento da crise em uma escala global.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Fazer uma revisão bibliográfica da Crise do *Subprime*.
- b) Fazer uma análise da Crise da Dívida Pública da Zona do Euro e destacar os impactos causados pela Crise do *Subprime*.

## 1.3 METODOLOGIA

O trabalho estará organizado em forma de revisão bibliográfica. As pesquisas e análises serão fundamentadas em obras, artigos internacionais, bem como em banco de dados do Banco Mundial e da Comissão Europeia, também serão utilizadas como referência publicações relevantes nas áreas de economia internacional e finanças internacionais.

Na primeira parte do trabalho será feita uma revisão detalhada da Crise do *Subprime*, ocorrida nos Estados Unidos. Nesta seção são apresentadas as origens da crise econômica, que remontam desde a desregulação do mercado financeiro estadunidense a partir da década de 1980, o desenrolar da crise e as operações financeiras realizadas pelas instituições, até os

efeitos causados por tais operações e finalmente o estourar da bolha imobiliária.

Na segunda parte irá se apresentar os fatores que levaram a Crise do *Subprime* a se transformar em uma crise global, como ativos tóxicos estavam atrelados aos mercados financeiros do mundo inteiro. O próximo passo será mostrar o que foi a Crise da Zona do Euro e qual foi o impacto da Crise do *Subprime* na primeira. Como foi sua evolução e como se desenvolveu em cada país até se tornar uma crise de nível continental que afetou todos os países da atual união monetária, os principais países afetados pela crise serão expostos de forma mais detalhada, bem como as tentativas e operações de resgate realizadas pelo Banco Central Europeu, Fundo Monetário Internacional e pela Comissão Europeia.

## 2 **CRISE DO *SUBPRIME***

### 2.1 BOLHAS ESPECULATIVAS

Bolhas especulativas podem ser definidas como um aumento artificial no preço das ações de uma indústria, commodities, ou classe de ativos. Elas são causadas, normalmente, por uma expectativa exagerada de crescimentos futuros, apreciação de preços, ou outros eventos que poderiam causar uma alta no preço dos ativos. Isso aumenta o volume de negociações e, quanto mais investidores se deixam levar pelas altas expectativas, mais cresce o número de compradores em relação ao número de vendedores, levando os preços dos ativos para um valor acima do que as análises objetivas e fundamentalistas sugerem como seus valores intrínsecos (DANA, 2012).

Tais fenômenos financeiros ocorreram mais de uma vez durante a história da economia. Mesmo com o passar dos anos e os avanços alcançados nos campos da economia e evolução dos mercados financeiros, elas não deixaram de existir e continuam sendo de difícil previsão. Nos mercados financeiros atuais, não são raras as ocasiões em que especuladores conseguem fazer apostas lucrativas quando bolhas especulativas estouram, seja comprando derivativos ou fazendo operações de short (“entrando vendido”).

Enquanto cada bolha especulativa tem suas próprias variáveis e motivos, a maior parte delas envolve uma combinação de forças fundamentais e psicológicas. No início, fundamentos atrativos podem levar a uma alta dos preços, mas ao longo do tempo, as teorias das finanças comportamentais sugerem que outras pessoas investem também para “não perder o barco” de retornos altos que outros investidores poderão ter. Normalmente essa euforia dos investidores é acompanhada por uma forte expansão de crédito e do grau de alavancagem, de maneira que a especulação e desestabilização são facilitadas e aprofundadas. “O sistema bancário incha e surgem novas instituições e instrumentos financeiros, formais e informais, para explorar a demanda crescente por ativos especulativos, estimulada pelos preços em escalada” (ALDRIGHI e MILANEZ, 2005). O final da bolha ocorreria, causado pela difusão do pessimismo, quando os altos preços artificiais inevitavelmente caem, a maioria dos investidores de curto prazo é expelida do mercado, depois disso os preços poderiam voltar ao seu valor intrínseco.

A recente Crise do *Subprime* nos Estados Unidos da América é o exemplo mais recente de bolha financeira, também foi a maior crise ocorrida nos últimos setenta anos.

## 2.2 ANTECEDENTES DA CRISE

O colapso do American International Group (AIG), maior empresa de seguro do mundo, e a quebra do banco de investimentos Lehmann Brothers, em setembro de 2008 foram o estopim da crise financeira mundial. O estouro da bolha custou ao mundo trilhões de dólares, mais de 30 milhões de desempregados e duplicou o déficit nacional estadunidense (LOUNGANI, 2010).

Após a grande depressão de 1929, a economia dos Estados Unidos da América passou por um período de grande prosperidade, quarenta anos de crescimento econômico. Por conta da grande crise as empresas financeiras eram fortemente reguladas, assim os bancos eram proibidos de especular com o dinheiro de seus clientes. Pequenas parcerias privadas identificavam os bancos de investimento que controlavam as ações e negócios de títulos.

Os princípios que contribuíram para a crise começam com o crescimento exacerbado do setor financeiro na década de 1980, quando os bancos tornam-se públicos. Em 1982, o então presidente Ronald Reagan desregula as economias das empresas financiadoras, ele permite, dessa maneira, que sejam feitos investimentos de risco com o dinheiro dos depositantes (TOPLIIN, 2008). No final da década, muitas poupanças que estavam nessas financiadoras falharam e milhares de executivos da área foram punidos por enganar seus clientes. A desregulamentação continuou até que Alan Greenspan fosse nomeado presidente do Federal Reserve, o FED, banco central dos Estados Unidos da América.

A partir dos anos 1990 o setor financeiro se consolida em poucas, porém gigantes companhias. Algumas eram tão grandes que caso quebrassem poderiam ameaçar todo o sistema financeiro do país. Tal concentração violava a lei do “Glass-Steagall”, criada após a crise de 1929, que proibia os bancos de fazerem investimentos de risco com o dinheiro de seus clientes. Em 1999 essa lei é derrubada quando o Congresso dos Estados Unidos aprova o ato “Gramm-Leach-Bliley”, permitindo as fusões de grandes instituições (POPKEN, 2008).

No final da década de 1990, mais uma crise financeira assola o país, a sobrevalorização das ações das empresas de internet é percebida pelos bancos de investimento. Em 2001 a bolha especulativa estoura, recebendo o nome de crise do ponto com (.com). A desregulação corroborou para uma extensa lista de atos criminosos de autoria dos grandes conglomerados financeiros, como lavagem de dinheiro, fraudes e omissão resultados financeiros.

Ainda no início da década de 1990, a desregulação, que acontecia desde os anos 1980, juntamente com os avanços tecnológicos do mercado levaram à criação de complexos

produtos financeiros chamados derivativos. A intenção dos economistas e banqueiros era tornar o mercado mais seguro, mas o que se viu foi justamente o contrário, o mercado passou a ser mais instável. Em 1998 o Congresso estadunidense estabelece que a regulação das transações de derivativos negociados em esfera privada e por profissionais é desnecessária (WATKINS, 2008).

No início da era George W. Bush, o setor financeiro nunca havia estado melhor, mais concentrado e poderoso que nunca. Cinco bancos de investimentos (Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Bear Sterns e Morgan Stanley), dois conglomerados financeiros (Citigroup e J.P. Morgan), três agências de seguros de títulos (AIG, MBIA e AMBAC) e três agências de *rating* (Standard&Poors, Moody's e Fitch) dominavam o setor. Elas, juntas, carregavam o novo sistema que ligava trilhões de dólares em hipotecas e outros empréstimos de investidores de todo o mundo.

### 2.3 A CRISE FINANCEIRA

Entre os anos de 1997 e 2006 os imóveis nos Estados Unidos da América sofreram uma valorização muito grande. Tal fato ocorreu principalmente por conta de um aumento do crédito imobiliário no país após os ataques de 11 de setembro de 2001. É possível analisar a evolução no preço dos imóveis no gráfico 1 (página 16).

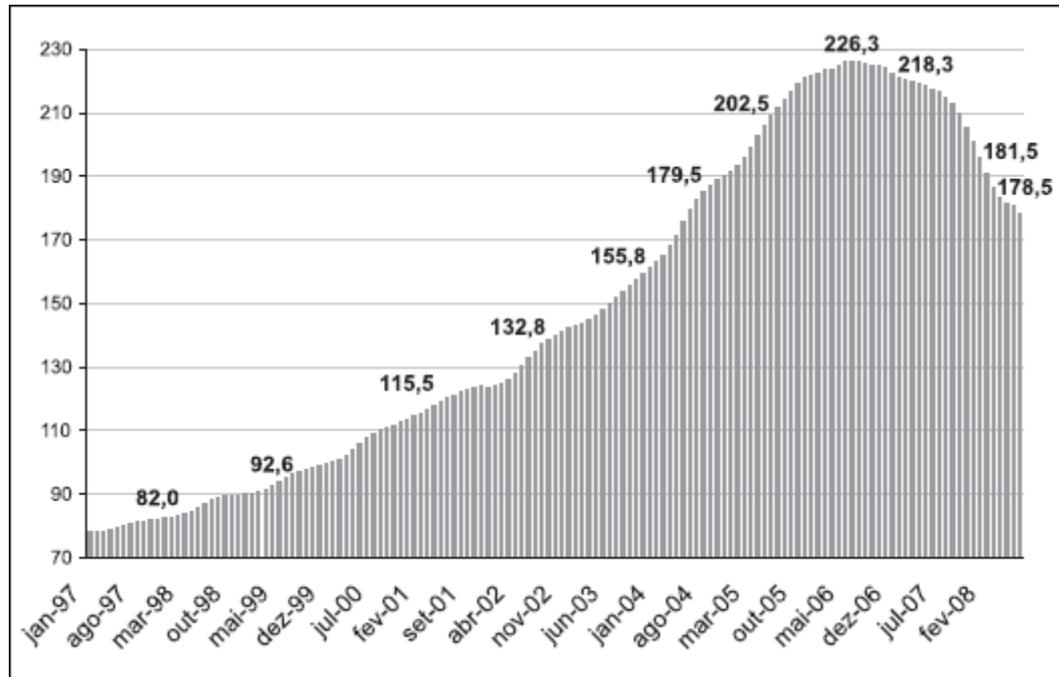
De acordo com Borça Junior e Torres Filho (2008), o mercado de hipotecas norte americano movimentou uma média de três trilhões de dólares por ano durante o período de 2001 a 2006. A grande movimentação no mercado de financiamento de imóveis se deve a concessão de crédito para agentes econômicos que não podiam arcar com as parcelas de seus financiamentos, os chamados agentes *NINJA* (*No income, no job or assets*), ou seja, agentes sem salários, sem emprego ou ativos (DOWBOR, 2009). Como se pode observar pela denominação, eram agentes que não podiam oferecer garantias caso não cumprissem com as obrigações de seus empréstimos. Os financiamentos oferecidos a tais agentes eram chamados de *subprime*. Segundo Iedi (2008), as hipotecas *subprime* eram empréstimos imobiliários concedidos às pessoas sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, em geral, pessoas com baixa renda. Outro fator que justifica a grande movimentação de tal mercado foi a ampliação da securitização<sup>1</sup> dos créditos *subprime*. As instituições financeiras concediam

---

<sup>1</sup> A Securitização é, é uma prática financeira que consiste em agrupar vários tipos de ativos financeiros (notadamente títulos de crédito tais como faturas emitidas e ainda não pagas, dívidas referentes a empréstimos e outros), convertendo-os em títulos negociáveis no mercado de capitais. Assim, a dívida é transferida, vendida, na forma de títulos, para vários investidores.

financiamentos e, ao mesmo tempo, securitizavam tais créditos e os vendiam no mercado a investidores institucionais. Ou seja, elas tinham o papel de originadores das operações e de distribuidores de risco, simultaneamente, de maneira que obtinham maior grau de

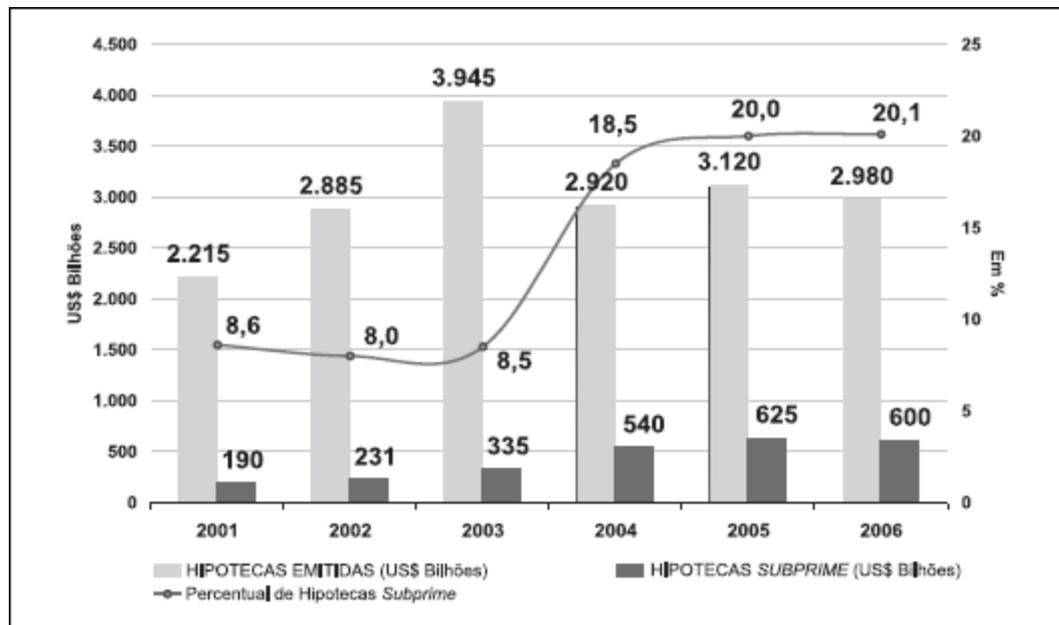
**Gráfico 1: Evolução do índice de preços do mercado imobiliário norte americano (em milhares de US\$)**



Fonte: S&P Case-Shiller Home Price Indices. Gráfico 1 em Borça Junior e Torres Filho, 2008

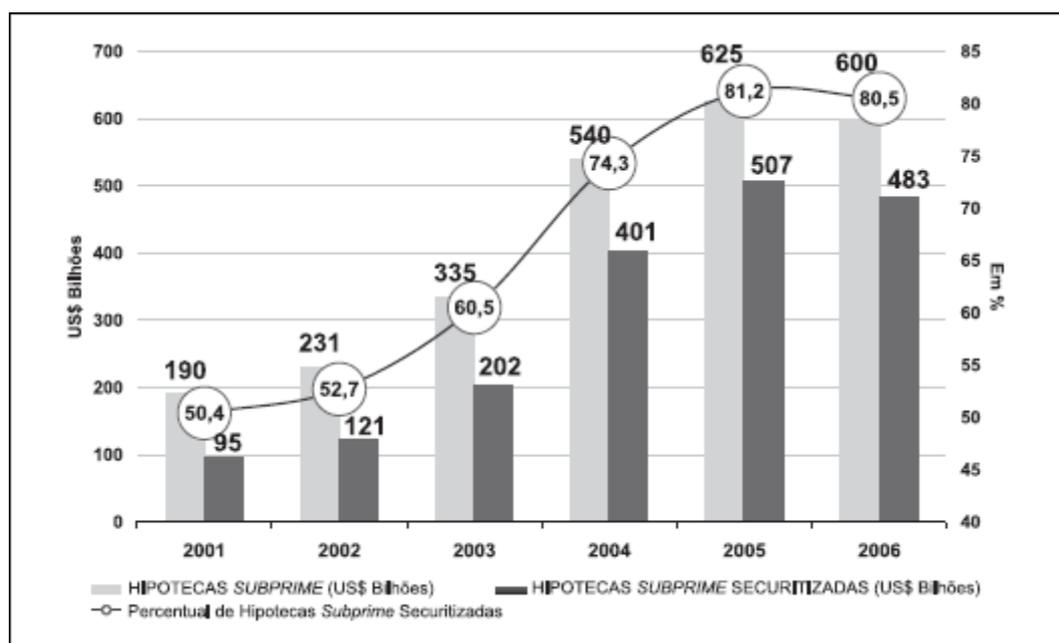
alavancagem e disseminavam o risco em escala sistêmica.

É possível observar no gráfico abaixo que, a partir de 2003, as hipotecas do tipo *subprime* passaram a representar um grande percentual do mercado total de novas hipotecas concedidas.

Gráfico 2: Participação das hipotecas *subprime* no total de hipotecas emitidas entre 2001 e 2006

Fonte: Gráfico 2 em Borça Junior e Torres Filho, 2008

O gráfico 3 (página 17) mostra o crescimento do percentual de hipotecas securitizadas no mesmo período de tempo. É interessante notar que em 2001 esse percentual já era alto, em torno de 50%, porém em 2006 esse percentual passou para um nível ainda maior, acima de 80%. Isto contribuiu fortemente para a manutenção da bolha no mercado de imóveis.

Gráfico 3: Evolução do percentual de hipotecas *subprime* securitizadas

Fonte: Gráfico 3 em Borça Junior e Torres Filho, 2008

Grande parte do risco das hipotecas *subprime* se devia ao fato de que os tomadores de empréstimo não tinham condições de efetuar o pagamento adequado de suas dívidas, no entanto, este não era o único risco. De acordo com Borça Junior e Torres Filho (2008), os créditos imobiliários *subprime* eram operações de longo prazo, normalmente de trinta anos, e envolviam dois regimes de pagamento, os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27. Isso significava que, em um período inicial curto, de dois ou três anos, as taxas de juros eram fixas e baixas, porém, no período seguinte, de 27 ou 28 anos, as prestações de juros eram mais altas e reajustadas periodicamente de acordo com as taxas de mercado. Passado o período em que as taxas eram baixas, os tomadores de empréstimo *NINJA* passavam a ter dificuldades para continuar honrando suas dívidas. A solução que estes agentes encontravam era trocar a antiga hipoteca por uma nova, de valor mais elevado, de maneira que se iniciava um novo período de dois ou três anos com taxas fixas e baixas. Tais mecanismos permitiam a expansão das operações das instituições financeiras e a incorporação do segmento *subprime* ao mercado.

Isto só era possível graças ao crescimento contínuo do preço dos imóveis, possibilitando, inclusive, que os agentes tomadores de empréstimo conseguissem embolsar a diferença na transação, mesmo pagando as comissões elevadas que os agentes financeiros cobravam por elas.

Como existia uma alta taxa de risco, a maior parte dos financiamentos do tipo *subprime* foi feita sem as tradicionais garantias do governo federal, de maneira que a securitização das hipotecas era financiada por agentes privados através da venda de títulos no mercado de capitais. Os bancos privados repassavam os créditos securitizados para terceiros no mercado de capitais, emitiam novos títulos de dívida cujos valores derivavam de outros títulos de crédito baseados em *subprimes*.

Basicamente, o que os bancos faziam era transferir diferentes contratos de hipoteca para um fundo de investimentos, o qual emitia cotas (*tranches*) de classes diferentes, com taxas de retorno inversamente proporcionais aos seus riscos. O tamanho de cada cota e o cálculo de seu risco era definido pelas empresas classificadoras, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, através de modelos que levavam em conta informações como taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimo concedido.

Segundo Dowbor (2009), os bancos dividiam as cotas em grupos de acordo com seu risco. As de menor risco eram classificadas como AAA, AA e A, as de risco médio, BBB, BB e B, as de risco extremo eram chamadas de *equity*, mas tinham o apelido de “*toxic waste*”, ou “lixo tóxico”, pois possuíam baixíssima liquidez. Caso houvesse inadimplência, a parcela do

fundo de hipotecas que assumiria as primeiras perdas seriam os “lixos tóxicos” (por isso recebiam maiores retornos do fundo), no caso de perdas maiores, as consequências seriam repassadas sucessivamente até, em ultimo caso, a parcela mais segura, classificada como AAA. Segundo a Moody’s essa era uma forma de proteção contra perdas, denominada de subordinação. Os bancos vendiam as cotas mais seguras diretamente aos investidores, já as cotas de risco médio e de alto risco passavam por um novo processo de transformação financeira mediante o uso de derivativos de crédito, melhorando suas respectivas classificações de risco. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008).

No caso das cotas de risco médio, tal processo consistia em transferir essas cotas para um fundo CDO (*Collateralized Debt Obligation*), formado por diversos tipos de títulos de dívida, ou apenas com hipotecas residenciais. No entanto, esses fundos podiam ser formados por milhares de hipotecas diferentes, agrupadas de modo a reduzir ao máximo o risco de cada hipoteca individualmente, permitindo assim que alcançassem classificações melhores às dos títulos que lhe deram origem. Essa combinação permitiu que vários papéis lastreados nas hipotecas *subprime* fossem classificados como investimentos de baixo risco pelas agências internacionais de *rating*. Isto possibilitou uma imensa disseminação do risco de crédito, transferido das instituições financeiras originadoras para diversos tipos de investidores, até mesmo os mais avessos ao risco. Aproximadamente 75% das dívidas colocadas no fundo CDO eram emitidas em uma nova série de títulos com classificação superior. Assim, por exemplo, a cada US\$100,00 em cotas de risco BBB que eram incluídas na carteira de um Fundo CDO, US\$ 75,00 em títulos novos eram originados com classificação AAA, AA ou A (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008). Isso permitia aos bancos captar recursos a custos menores para financiar os ativos lastreados nas hipotecas *subprime*.

Com o problema das cotas de risco médio resolvido, ainda restava tomar uma atitude quanto às cotas de *equity*, era necessária uma forma barata de financiar essas dívidas, de forma a não comprometer o balanços dos bancos e das corretoras que originavam os fundos imobiliários. Foram, então, criadas as SIV (*Structured investmet vehicle*), empresas que tinham por única função emitir títulos de curto prazo, *commercial papers*, lastreados nas hipotecas. As SIVs eram usadas para remunerar aplicações de caixa de empresas (Dowbor, 2009). No entanto, existia a dificuldade de que a duração dos *commercial papers* era curta, de três ou seis meses, enquanto os créditos que as SIV mantinham em carteira eram de até trinta anos. Para resolver esse problema era necessário que as SIVs mantivessem programas de colocação e resgate dos *commercial papers*. O principal atrativo dessa estrutura era a

combinação da alta rentabilidade das cotas *equity* com as taxas de juros reduzidas dos *commercial papers*.

O processo de transformação financeira, mediante a utilização de produtos financeiros estruturados – fundos CDOs e SIVs -, possibilitou, simultaneamente, a redução dos custos de captação das instituições financeiras com a venda de créditos de baixa qualidade no mercado de capitais e a proliferação de operações *off-balance*. Dessa forma, os bancos puderam não apenas ampliar seus níveis de alavancagem, como também transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e patrimônio dos investidores. Assim permitiu-se que as instituições financeiras gerassem tais obrigações sem que isso gerasse uma piora sensível na avaliação de suas carteiras. Dessa forma, a cessão de créditos *subprime* consistiu-se em uma oportunidade de obter bons retornos com contrapartidas de risco inferiores àquelas que teriam de ser arcadas na ausência dos mecanismos de derivativos de crédito analisados. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008).

As operações desequilibradas geraram, além de uma alavancagem de crédito e descasamento entre ativos e passivos, balanços corporativos fictícios nas instituições financeiras.

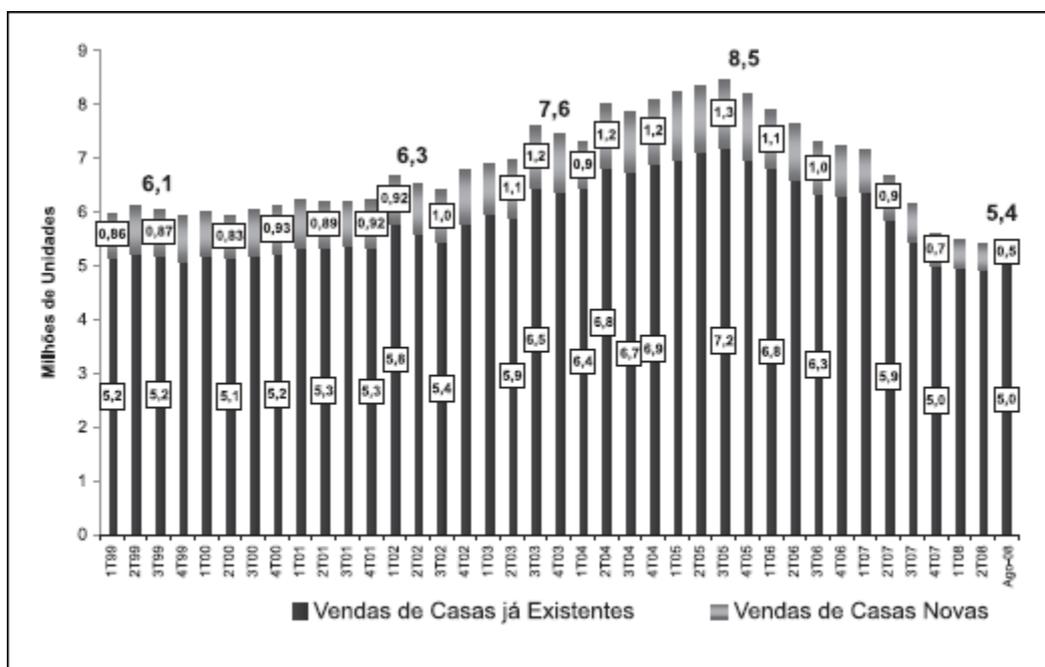
## 2.4 O ESTOURO DA BOLHA IMOBILIÁRIA

É possível observar que todas as manobras financeiras utilizadas pelas instituições só eram possíveis por conta do contínuo crescimento do preço dos imóveis nos Estados Unidos, portanto para que as operações continuassem funcionando era necessário que o preço dos imóveis continuasse ascendendo. Para que isso ocorresse, as vendas deveriam crescer também, no entanto, o que se viu foi uma queda na demanda pelos imóveis a partir do ano de 2006. No gráfico 4 (página 20) é possível verificar a venda de imóveis nos Estados Unidos entre o período de 1999 e agosto de 2008, os dados são trimestrais.

Nota-se que, após um período de numerosas vendas até 2005, houve um declínio de mais de 30% nas vendas totais de imóveis e de mais de 60% nas vendas de imóveis novos. Com um decréscimo tão grande nas vendas, a manutenção do crescimento de preços não foi possível e o que se viu foi uma queda nos preços dos imóveis a partir de 2007, dificultando a renegociação das hipotecas de *subprime* e aumentando as taxas de inadimplência. Segundo a edição de setembro de 2007 do *Le Monde Diplomatique*, no primeiro trimestre de 2007, 14% dos tomadores de empréstimo do tipo *subprime* não puderam honrar com suas dívidas.

Com o crescimento de tomadores de empréstimo inadimplentes, as receitas das cotas foram comprometidas, não só as das cotas *equity* pertencentes às SIVs, mas também das cotas

Gráfico 4: Venda de Imóveis nos EUA



Fonte: Gráfico 6 em Borça Junior e Torres Filho, 2008.

que formavam os fundos CDOs. Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008), os investidores, que não obtinham informações precisas sobre o tamanho e responsabilidade das perdas correntes, pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers* e passaram a resgatar suas aplicações que estavam em fundo imobiliários. Dado que as SIVs agora faziam uso das linhas de crédito dos grandes bancos americanos e europeus, estes passaram a ficar expostos ao risco imobiliário. Isto levou alguns fundos de *hedge*, administrados por grandes bancos, a suspenderem a retirada de dinheiro de seus cotistas.

Os custos de captação dos bancos subiram, inclusive nos mercados interbancários. Os bancos tiveram, então, de assumir parte dos créditos que haviam securitizado, causando um aumento do seu ativo. Para contribuir ainda mais com a crise, algumas instituições já haviam se comprometido com novos financiamentos que iriam ao mercado posteriormente, no entanto os investidores sumiram, de maneira que os bancos tivessem que arcar também com a manutenção em carteira desses créditos recentes. O fechamento do mercado de capitais e a obrigação de honrar os compromissos assumidos anteriormente fizeram com que grandes bancos de investimento privados, como o Lehmann Brothers, quebrassem.

De acordo com Borça Junior e Torres Filho (2008), a solução encontrada foi a injeção de liquidez nos bancos privados através da intervenção dos Bancos Centrais, Europeu e Norte Americano. No entanto, as medidas de liquidez foram insuficientes diante do pânico causado

pelas quebras dos bancos. O Tesouro dos Estados Unidos chegou a preparar um pacote de mais de 700 bilhões de dólares para a compra de *commercial papers* das empresas norte americanas, bem como realizou uma operação de salvamento da maior empresa de seguros norte americana, a AIG.

## 2.5 O INÍCIO DE UMA CRISE INTERNACIONAL

A bolha do *subprime* é considerada por muitos especialistas como a maior bolha especulativa da história, foi uma crise iniciada nos Estados Unidos da América que atingiu uma proporção global, atingindo inclusive países emergentes e a Europa. Quando a bolha estourou, foi possível observar uma queda generalizada na bolsa de valores, o aumento do desemprego, bem como a contração de crédito em diversas economias ao redor do mundo.

O desequilíbrio político e fiscal na Zona do Euro se tornou evidente. A crise norte-americana trouxe consigo a redução do crescimento econômico e o congelamento dos mercados de capitais, da liquidez monetária. Nesse contexto, competitividade, desequilíbrios externos e inflação se traduziram de maneiras diferentes nas contas públicas dos países membros da Zona do Euro. Os países com maiores dificuldades financeiras encontraram problemas em honrar com suas dívidas públicas. Dessa maneira, foi possível observar que inadimplência, reestruturações orçamentárias e pacotes de resgate vieram em seguida.

### 3 CRISE DA DÍVIDA PÚBLICA DA ZONA DO EURO

A adoção do Euro e ao mesmo tempo a criação da União Econômica e Monetária e do Banco Central Europeu – BCE - pôde ser vista como uma grande passo em direção à integração Europeia. A união monetária representa menores custos de transação entre os países membros. Mas, mais importante que isso, o Euro representa a aderência desses países à um conjunto particular de arranjos políticos que fazem parte de um projeto de integração maior, no ápice da agenda neoliberal (ARESTIS e SAWYER, 2002).

Quando se imagina países sob as mesmas condições e moeda, o que se espera é que as diferenças entre os países membros sejam reduzidas, onde os mesmos buscam um processo de convergência entre si com o passar do anos.

Com o intuito de alcançar esse objetivo, um novo sistema econômico de três pilares foi desenvolvido na Zona do Euro. O primeiro seria uma política monetária comum, com o intuito de buscar estabilidade de preços, sendo conduzida pelo BCE. O segundo seria a criação de procedimentos europeus para controlar as políticas fiscais nacionais e forçar os países membros à manter um orçamento balanceado no médio-prazo, evitando que os mesmo usassem estabilizadores anticíclicos. O terceiro pilar engloba um conjunto de reformas estruturais que permitiriam um aumento no crescimento econômico no médio-prazo. Assim, acreditou-se que o cumprimento à risca desses três pilares levaria os países membros à uma convergência completa (MATHIEU e STEDYNIK, 2003 e 2006).

No entanto, os resultados observados foram diferentes. Segundo Fontaine (2012) os países encontraram dificuldades ao aplicar as políticas recomendadas. A população de diversos países não estava de acordo com o projeto neoliberal, governos que implementaram tais políticas notaram uma queda de popularidade. As pessoas estavam acostumadas com bons salários, igualdade, bons sistemas de saúde, baixas taxas de desemprego e 40 anos de prosperidade, de maneira que temiam a perda desses benefícios com a nova política econômica.

Ainda de acordo com Fontaine, o erro foi tentar impor um sistema monetário singular à diferentes países e sociedades. O que se observou é que, ao invés de uma convergência econômica, exatamente o oposto aconteceu. Tratando os diferentes de forma igual, as diferenças se tornaram ainda mais evidentes.

A Crise da Dívida Pública da Zona do Euro é resultado de uma combinação de fatores complexos, incluindo o desequilíbrio do comércio internacional; globalização financeira;

bolhas imobiliárias que estouraram após o ano de 2007; ausência de coordenação política entre países no que se refere à receitas e despesas públicas; condições de crédito facilitadas que encorajaram empréstimos de alto risco, bem como a Crise do *Subprime* estadunidense.

Ela afeta os países da Eurozona (países da União Europeia que adotaram o Euro como unidade monetária conjunta, com adição da Inglaterra) desde 2009, quando um conjunto de países do leste e centro da Europa solicitaram ajuda e resgate financeiro. Segundo Shambaugh (2012), bancos da Zona do Euro não apresentavam fundos suficientes e ainda tinham de lidar com problemas de liquidez e endividamento. Além do fato de a Zona apresentar uma redução do crescimento econômico e do mesmo estar distribuído de forma desigual entre os países membros.

Os governos dos estados mais afetados coordenaram suas ações com um comitê formado pelo Fundo Monetário Internacional, pela Comissão Europeia e pelo Banco Central Europeu, com o intuito de melhor combater a Crise da Dívida.

### 3.1 O INÍCIO

Ao assinar o Tratado de Maastricht em 1992, os países membros da Zona do Euro concordaram em limitar seus níveis de dívida e de déficit orçamentário. No entanto, de acordo com Brown e Chambers (2005), no início dos anos 2000, alguns estados membros da Eurozona não conseguiam apresentar números que satisfizessem os critérios do Tratado e passaram a securitizar suas receitas públicas futuras para poder reduzir os níveis de dívida e/ou déficit orçamentário, ignorando as normas internacionais. Desta maneira, foi possível mascarar os níveis de dívida e déficit através de uma combinação de técnicas financeiras, como estruturas de derivativos de crédito (CDS), inconsistências na contabilidade e transações financeiras enviesadas. No final de 2009, se espalhou entre investidores o medo do governo de alguns países não conseguirem cumprir com suas obrigações financeiras, devido ao crescimento de níveis de dívidas privadas e governamentais ao redor do mundo.

Com o crescimento das preocupações, os países da Zona implementaram uma série de medidas de ajuda financeira. Em maio de 2010 foi criado o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF) e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (EFSM). O primeiro tinha o intuito de preservar a estabilidade financeira na Europa providenciando ajuda financeira aos países mais economicamente afetados pela Crise da Dívida. Já o segundo era um programa de financiamento de emergência, que utilizava os fundos provenientes dos mercados financeiros, e que teria a permissão da Comissão Europeia para utilizar o orçamento

da União Europeia como auxílio. Por fim, em 2012, ambos foram substituídos pelo Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM), o qual é uma organização internacional com sede em Luxemburgo, que visa providenciar acesso imediato à programas de assistência financeira para os estados membros da Zona do Euro, com uma capacidade máxima de empréstimo de 500 bilhões de euros .

### 3.2 O DESENVOLVIMENTO DA CRISE EUROPEIA

No início de 2010, uma nova preocupação surge com o tamanho excessivo da dívida soberana de alguns países da Zona, de maneira que credores passaram a exigir taxas de juros cada vez maiores dos países com níveis de dívida e déficit elevados. Isto, por si só, dificultou para alguns governos o financiamento de déficits orçamentários futuros e correntes débitos de serviço, particularmente quando as taxas de crescimento econômica estavam baixas e quando um grande percentual das dívidas estava nas mãos de credores internacionais, como no caso de Portugal e Grécia (ARIDAS et al., 2013).

Para lidar com a Crise, alguns governos adotaram o caminho do aumento de taxas e redução de gastos, o qual levou à uma insatisfação social e contribuiu para um significativo debate entre economistas, muitos dos quais defendiam que maiores déficits deveriam ser tomados no momento de uma recessão econômica. De acordo com Oakley e Hope (2010), em países onde a dívida pública e o déficit orçamentário cresceram acentuadamente, uma crise de confiança emergiu com o aumento dos *spreads* de rendimento dos títulos e dos seguros de risco dos CDS entre esses países e outros países membros da União Europeia, principalmente a Alemanha. Dessa maneira, muitos investidores optaram por investir em títulos de governo mais seguros, mesmo que com taxas de juros próximas à zero, como os *Bunds* da Alemanha, que lucrou mais do que 9 bilhões de euros com tais transações (POP, 2011). Outros países que se beneficiaram por ter taxas de juros próximas à zero foram Áustria, Finlândia e Holanda.

Segundo o staff do jornal alemão *Der Spiegel*, 2011, apesar de a dívida pública ter aumentado substancialmente em apenas alguns países da Zona do Euro, sendo os três mais afetados Grécia, Portugal e Irlanda, ela é percebida como um problema para a área como um todo, de maneira que existe a especulação de uma possível contaminação em outros países europeus e uma possível quebra da Zona do Euro. No total, até o fim de 2012, a Crise da Dívida forçou cinco dos dezoito países à buscar ajuda externa.

É possível destacar os fatores mais relevantes da crise para cada país. Em alguns deles, as dívidas privadas crescentes derivadas da bolha imobiliária foram assumidas pelos

governos, como resultado dos resgates feitos às instituições financeiras e tentativas do governo de acalmar as economias após o estouro da bolha. No caso da Grécia, o alto salário e benefícios oferecidos à detentores de cargos públicos está diretamente ligado ao aumento do endividamento público. Outro detalhe, destacado por Koba (2012), é a estrutura da Zona do Euro, de maneira que prejudica a habilidade dos líderes Europeus de tomarem medidas mais eficientes de resposta à Crise.

### 3.3 O ELO ENTRE AS CRISES

É possível identificar algumas razões que expliquem a ligação entre as duas crises. De acordo com Kindleberger (2005), as sociedades atuais consideram o Estado como sendo a última fonte de recursos. Então, o governo deve se responsabilizar por manter a confiança entre os agentes financeiros e evitar corridas bancárias (LAEVEN E VALÊNCIA, 2008). Também é possível afirmar que títulos públicos são considerados como livres de risco. Dessa maneira, sempre que os bancos passam por dificuldades os mercados experimentam o fenômeno em que os agentes financeiros passam a aplicar seu dinheiro em investimentos de menor risco. Assim, os governos precisam ter a capacidade de emitir títulos de dívida sem que aumentem de maneira exacerbada o seu próprio risco.

O governo deve usar todos seus recursos para evitar uma quebra no sistema de crédito (BORDO e EICHENGREEN, 1999). Sendo assim, de acordo com Laeven e Valencia (2008), é de responsabilidade do governo implementar pacotes de resgate, como intervenções do banco central, injeção de capital para evitar a falta de liquidez e providenciar garantias para evitar a crise do sistema. No contexto de uma crise financeira, especificamente, o banco central deve injetar liquidez através de intervenções diretas ao mercado financeiro e criar uma empresa governamental para assumir as dívidas bancárias geradas por más concessões de crédito, como foi o caso da Grécia (KINDLEBERGER, 2005). No entanto, tais esforços para manter o nível de confiança levam a um crescimento significativo da dívida pública, bem como a percepção do risco-país. Isto está diretamente relacionado ao argumento de Krugman (1999), que afirma que ao oferecer garantias para reestabelecer a confiança no mercado, mesmo que não sejam tão diretas quanto injeção de capital, o governo pode colocar a dívida pública do país em cheque. Tais garantias podem levar ao problema de risco-moral (*moral hazard behavior*). Com os investidores engajados em atividades mais arriscadas, pode se tornar difícil para um governo retomar a liquidez necessária para manter a confiança. Dessa maneira, garantias podem influenciar a percepção de risco dos investidores em relação à

dívida pública (DETRAGIACHE, 1996).

É possível argumentar, então, que as consequências podem ser devastadoras, pois um país somente é a última fonte de esperança e recursos enquanto os investidores confiam no seu governo e em suas respectivas ações (DE GRAUWE, 2011). O autor ainda utiliza exemplos de como as instituições citadas na parte 3.1, o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o Mecanismo Europeu de Estabilidade, foram implementados pelos governos europeus para tentar resolver a crise de confiança. Ele explica como ambas as instituições foram necessárias mas não suficientes para atuar como uma última fonte de recursos, pois as mesmas não possuem a mesma credibilidade de um banco central para resolver a crise, reduzir o risco moral e reduzir o contágio da crise de confiança dos investidores no mercado de títulos públicos.

Alguns autores utilizaram estudos empíricos através de diferentes metodologias para apontar a relação entre crises financeiras e crises de dívida pública. Em seu trabalho, publicado em 2008, Reinhart e Rogoff, propõem uma análise histórica de crises financeiras em 66 países entre 1350 e 2006. Seus estudos confirmam o fato de que uma crise de dívida pública deriva de uma crise financeira (ARELLANO e KOCHERLAKOTA, 2008). O principal argumento é que após uma crise financeira o orçamento governamental sofre alterações, devido a uma redução nas receitas do governo (menos arrecadação de impostos, menos consumo, necessidade de apoiar a economia) e aumento das despesas do mesmo através de pacotes de resgate. A média do aumento dos níveis de dívida de um governo é de 86% nos três anos seguintes a uma crise financeira (REINHART e ROGOFF, 2008).

Em seu artigo publicado em 2011, Acharya, Drechsler e Schnabl se concentram nos impactos que a Crise do *Subprime* teve sobre a Crise da Dívida Pública da Zona do Euro, para isto os autores identificam três períodos. O primeiro se passa entre janeiro de 2007 e setembro de 2008, período no qual se observa uma crise bancária generalizada, onde os CDS bancários tiveram uma grande alta e os CDS públicos permaneceram estáveis. No segundo período, entre setembro de 2008 e outubro do mesmo ano, é observada uma transferência do risco de inadimplência dos bancos para os governos, por conta dos pacotes de resgate implementados por quase todos os países desenvolvidos. Por último, de outubro de 2008 à dezembro de 2010, a situação dos bancos se torna ainda pior enquanto os títulos de dívida do governo permanecem com um alto risco.

### 3.4 O PAPEL DA CRISE DO SUBPRIME

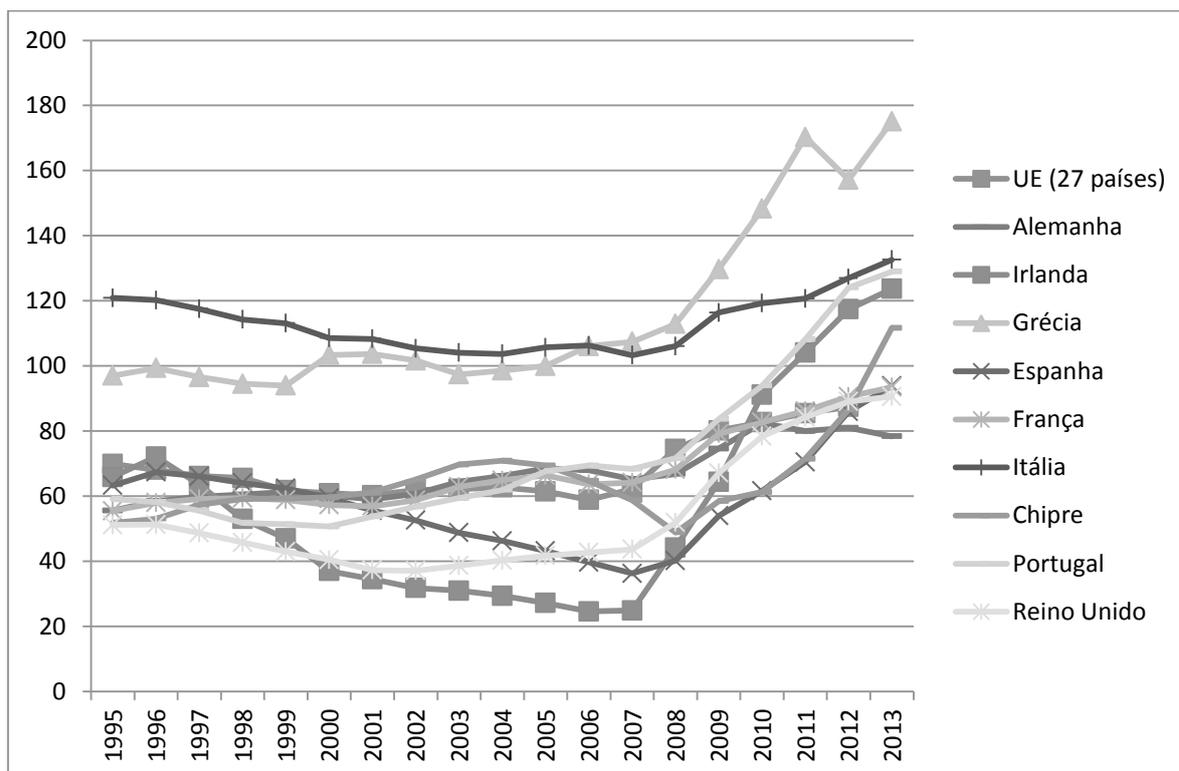
Como foi possível observar no capítulo 2, a Crise do *Subprime* teve sua origem em uma crise imobiliária. Em 2007, uma desvalorização dos preços dos imóveis aliada a uma alta nas taxas de juros levou a um aumento de inadimplência das hipotecas do tipo *subprime*. Como resultado, muitos bancos se viram à beira da falência, alguns chegaram até mesmo a encerrar suas atividades. A situação se agravou com as várias securitizações feitas sobre essas hipotecas, aumentando a vulnerabilidade dos bancos aos mercados financeiros. Em setembro de 2008 a crise começa a atingir proporções mais elevadas, com a falência do banco de investimento Lehman Brothers, deflagrando uma crise no sistema de crédito internacional. Segundo Borça Jr. (2011),

Os bancos perderam por completo sua capacidade de conceder empréstimos, registrando elevados prejuízos com a remarcação do valor de mercado de seus ativos hipotecários. Os *spreads* nos mercados interbancários, tanto nos Estados Unidos da América, quanto na Zona do Euro, atingiram patamares elevadíssimos, virtualmente paralisando seu funcionamento. Essa contração da liquidez fez com que o nível de atividade global entrasse em colapso, dando à crise contornos semelhantes à Grande Depressão da década de 1930.

Dessa maneira, os governos de diversos países se viram na obrigação de implementar variados planos de resgate com o intuito de evitar o pânico nos mercados e recuperar a confiança dos investidores. Tais pacotes de resgate financeiro consistiam principalmente em garantias, injeções de capital e provisões de liquidez. Como consequência, alguns países se viram em dificuldades de amortizar suas próprias dívidas.

Wehinger (2010) aponta como os governos tentaram limitar as consequências da Crise do *Subprime* providenciando financiamento público para instituições financeiras como a Fannie Mae, Freddie Mac e outras empresas patrocinadas pelo governo nos Estados Unidos ou a Dexia na Europa. Em geral, os governos promoveram pacotes de resgate criados pela União Europeia e pelo Fundo Monetário Internacional para apoiar o sistema bancário e evitar o pânico dos investidores e agentes financeiros no mercado global. Como consequência as dívidas de governo passaram a ascender, como é possível observar na gráfico 5 (página 29).

Gráfico 5: Relação Dívida/PIB (%)



Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat

É possível observar que o crescimento é mais nítido em países como Grécia e Irlanda, no entanto, ele também é significativo em países como Portugal e Inglaterra, que apresentam padrões bem semelhantes. Essa evolução corrobora com a hipótese de que a Crise do *Subprime*, a qual teve início em 2007 pode ser vista como uma possível explicação para o aumento do risco soberano (WEHINGER, 2010). A fim de amparar os bancos enfrentando dificuldades financeiras, os governos tiveram de injetar grandes quantias de dinheiro (GENNAIOLI et al, 2013), o que contribuiu para o crescimento de suas dívidas

### 3.5 ANÁLISE DE DADOS E DE CONJUNTURA

Dada a fundamentação teórica, será feita uma análise conjuntural sobre alguns dos países mais afetados durante a atual crise financeira internacional.

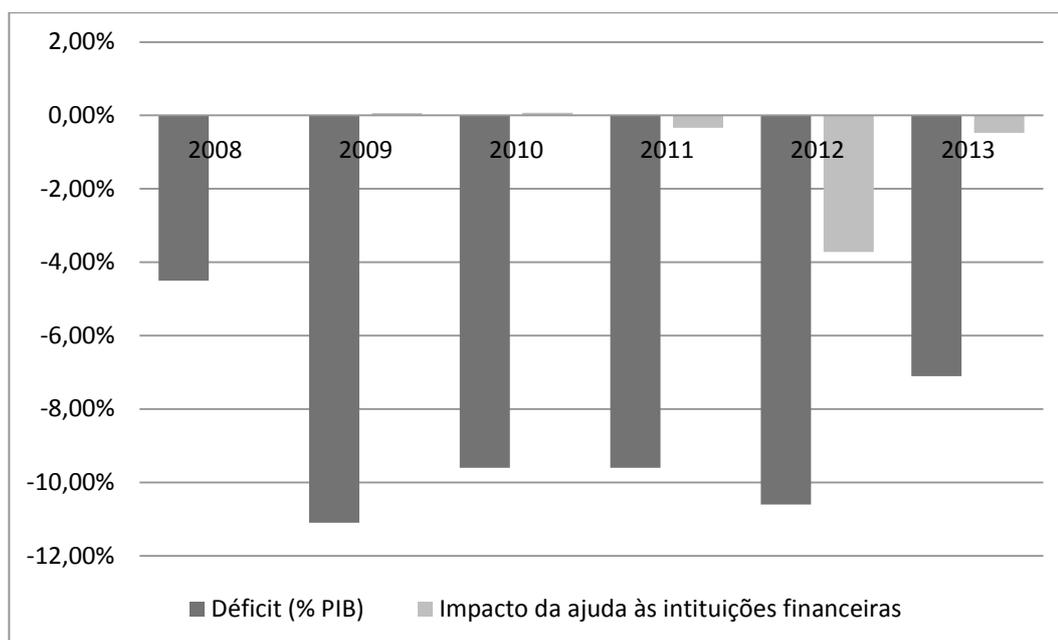
A última passou a afetar os países da Zona do Euro a partir da metade de 2007, seguida por intervenções públicas sem precedentes. Tais intervenções ocorreram de diversas maneiras, como operações de política monetária com o intuito de preservar a estabilidade financeira dos países, suporte direto às instituições financeiras e operações de apoio à economia através políticas fiscais.

Para a análise de dados, foram coletados dados governamentais dos subsequentes países através do banco de dados do Banco Mundial, bem como dados coletados pela Eurostat exclusivamente para a análise do impacto da crise financeira internacional nos países europeus.

### **3.5.1 Espanha**

Ao ser comparada com as economias europeias mais avançadas, a Espanha apresentava um nível de dívida relativamente baixo antes da crise. Como se pode observar na tabela 2, página 29, seu percentual de dívida pública em relação ao PIB era de 61,7% em 2010, mais de 20% abaixo do nível alemão e francês e mais de 60 pontos percentuais abaixo da Grécia. A dívida foi evitada com o aumento de taxas fiscais advindas da bolha imobiliária, a qual possibilitou o aumento de gastos do governo sem o acúmulo de dívidas (HIDALGO, 2012). Quando a bolha estourou, o país direcionou grandes quantias de dinheiro com a intenção de resgatar bancos em situações desesperadoras. Em maio de 2012, o conglomerado Bankia recebeu um pacote de resgate de 19 bilhões de euros (BJORK, HOUSE e MUÑOZ, 2012), além dos 4,5 milhões de euros que já havia recebido anteriormente (WEIL, 2012). Em setembro de 2012, registros indicavam que os bancos espanhóis precisavam de uma adição de capital de 59 bilhões de euros para conseguir cobrir as perdas derivadas dos investimentos imobiliários (SILLS, 2012).

Os resgates bancários e a reviravolta econômica aumentaram os níveis de dívida e o déficit orçamentário do país, o que levou a uma baixa significativa do rating de crédito espanhol. É possível observar no gráfico 6 o impacto das intervenções governamentais sobre o déficit do governo espanhol, em pontos percentuais do Produto Interno Bruto.

**Gráfico 6: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Espanha**

**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

A maior parte das intervenções ocorreram durante o ano de 2012, como foi supracitado, onde o percentual chega a 3,7 pontos do déficit em relação ao PIB do país.

Para tentar reconquistar a confiança diante dos mercados financeiros o governo passou a inserir medidas de austeridade. E em 2011 encaminhou uma proposta de lei ao congresso para que fosse aprovada uma emenda à constituição espanhola, tal emenda requeria que até 2020 o orçamento deveria estar equilibrado à nível regional e nacional até 2020 (TORRICES, 2011). De acordo com a emenda, a dívida pública não pode passar de um nível acima de 60 pontos percentuais com relação ao PIB, apesar de que exceções poderiam ser concedidas no caso de recessão econômica ou outras emergências (BADKAR 2011). Pelo fato de a Espanha ser uma das maiores economias da Zona do Euro, sua condição econômica é de especial preocupação para os agentes internacionais. Sob pressão do Fundo Monetário Internacional, da Comissão Europeia, dos Estados Unidos e outros países europeus, o governo espanhol conseguiu eventualmente baixar o seu nível de déficit de 11,2% em 2009 para 7,1% em 2013, como é possível observar na tabela 1.

**Tabela 1: Déficit/Superávit do Governo (em % do PIB)**

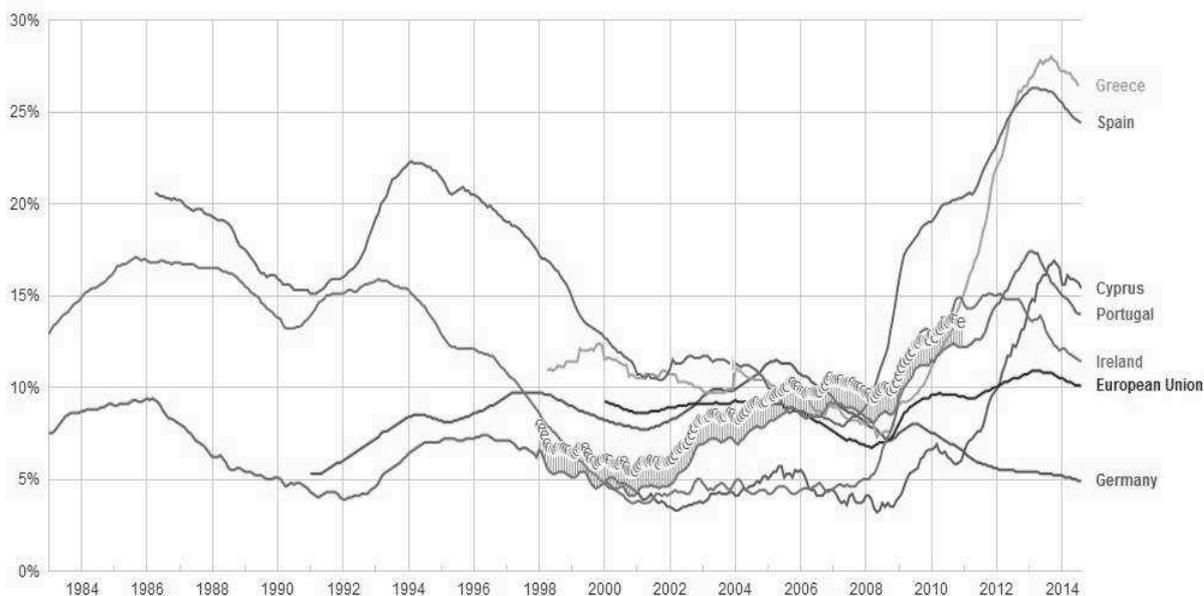
| Ano            | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| UE (28 países) | -1,5 | -0,9 | -2,4 | -6,9 | -6,5 | -4,4 | -3,9 | -3,3 |
| UE (27 países) | -1,5 | -0,9 | -2,4 | -6,9 | -6,5 | -4,4 | -3,9 | -3,3 |

|                                 |      |      |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Zona do Euro (18 países)</b> | -1,3 | -0,7 | -2,1  | -6,4  | -6,2  | -4,1  | -3,7  | -3    |
| <b>Zona do Euro (17 países)</b> | -1,3 | -0,7 | -2,1  | -6,4  | -6,2  | -4,1  | -3,7  | -3,1  |
| <b>Alemanha</b>                 | -1,6 | 0,2  | -0,1  | -3,1  | -4,2  | -0,8  | 0,1   | 0     |
| <b>Irlanda</b>                  | 2,9  | 0,2  | -7,4  | -13,7 | -30,6 | -13,1 | -8,2  | -7,2  |
| <b>Grécia</b>                   | -5,7 | -6,5 | -9,8  | -15,7 | -10,9 | -9,6  | -8,9  | -12,7 |
| <b>Espanha</b>                  | 2,4  | 2    | -4,5  | -11,1 | -9,6  | -9,6  | -10,6 | -7,1  |
| <b>França</b>                   | -2,3 | -2,7 | -3,3  | -7,5  | -7    | -5,2  | -4,9  | -4,3  |
| <b>Croácia</b>                  | -2,8 | -1,9 | -1,9  | -5,4  | -6,4  | -7,8  | -5    | -4,9  |
| <b>Itália</b>                   | -3,4 | -1,6 | -2,7  | -5,5  | -4,5  | -3,7  | -3    | -3    |
| <b>Chipre</b>                   | -1,2 | 3,5  | 0,9   | -6,1  | -5,3  | -6,3  | -6,4  | -5,4  |
| <b>Áustria</b>                  | -1,5 | -0,9 | -0,9  | -4,1  | -4,5  | -2,5  | -2,6  | -1,5  |
| <b>Polônia</b>                  | -3,6 | -1,9 | -3,7  | -7,5  | -7,8  | -5,1  | -3,9  | -4,3  |
| <b>Portugal</b>                 | -4,6 | -3,1 | -3,6  | -10,2 | -9,8  | -4,3  | -6,4  | -4,9  |
| <b>Finlândia</b>                | 4,2  | 5,3  | 4,4   | -2,5  | -2,5  | -0,7  | -1,8  | -2,1  |
| <b>Suécia</b>                   | 2,3  | 3,6  | 2,2   | -0,7  | 0,3   | 0,2   | -0,6  | -1,1  |
| <b>Reino Unido</b>              | -2,8 | -2,8 | -5    | -11,4 | -10   | -7,6  | -6,1  | -5,8  |
| <b>Islândia</b>                 | 6,3  | 5,4  | -13,5 | -9,9  | -10,1 | -5,6  | -3,8  | :     |
| <b>Noruega</b>                  | 18,5 | 17,5 | 18,8  | 10,5  | 11,1  | 13,6  | 13,9  | 11,1  |

**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

Em junho de 2012 a Espanha se torna uma grande preocupação para a Eurozona, quando as taxas de juros dos títulos da dívida com 10 anos de maturidade atingem o nível de 7 pontos percentuais, dificultando seu acesso ao mercado financeiro (TRAYNOR e WATT, 2012). Tal fato levou a Espanha a receber uma ajuda financeira de 100 bilhões de euros no mesmo mês (DIARIO DE AVISOS, 2012). A quantia não foi encaminhada diretamente para os bancos espanhóis, mas sim para um fundo do governo responsável por conduzir as recapitalizações bancárias necessárias, o *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* – FROB, de maneira que contou como mais uma dívida pública na conta nacional espanhola (THE ECONOMIST, 2012). Uma previsão econômica feita em junho de 2012 mostrou o quanto o país precisava do pacote de resgate concedido, haja vista que a mesma estimava um crescimento econômico negativo de -1,7%, a taxa de desemprego aumentando para cerca de 25% (como é possível observar no gráfico 7, pagina 33), enquanto o preço dos imóveis continuava em queda (FORELL e STEINHAUSER, 2012). Em setembro de 2012 o Banco Central Europeu tirou parte da pressão do país nos mercados financeiro, ao anunciar o plano de compras ilimitadas de títulos espanhóis se a Espanha acordasse com o termos do pacote de resgate com o Mecanismo de Estabilidade Europeu (BARTHA e HOUSE, 2012).

Gráfico 7: Taxa de desemprego



Fonte: Eurostat

De acordo com estudos da Comissão Europeia, a perspectiva fiscal para o país, assumindo que o mesmo será fiel aos objetivos e planos consolidados pelo programa de reforma nacional, é de que em 2018 a razão dívida-PIB atinja um máximo de 110% em 2018, seguida de uma queda nos anos seguintes. O mesmo pode se dizer da previsão do déficit estrutural do país, que dever cair até o nível de 0,5% do PIB entre os anos de 2022 e 2027 (DEFA<sup>2</sup>, 2012).

Em janeiro de 2014, ao recuperar a confiança do investidor, a Espanha saiu oficialmente do programa de resgate do Fundo Monetário Internacional e da União Europeia (PEREZ, 2014).

### 3.5.2 Grécia

No início dos anos 2000 a economia grega era uma das que mais crescia dentre os países da Zona do Euro, entretanto, esse crescimento estava associado com um grande déficit estrutural. Após a Crise do *Subprime* que assolou o mundo a partir de 2007, a Grécia foi severamente afetada, principalmente no que diz respeito às áreas comércio exterior e turismo, suas principais indústrias. O governo então, assumiu grandes gastos para manter o funcionamento da economia, aumentando sua dívida de forma acentuada.

Ao final de 2009, mesmo com a previsão do déficit orçamentário grego sendo

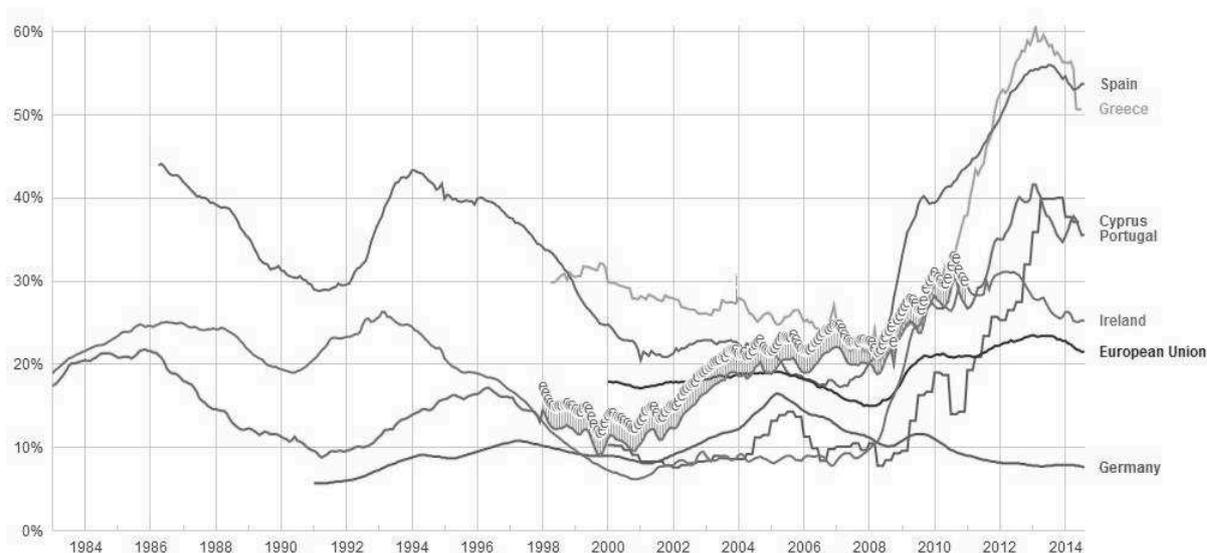
<sup>2</sup> Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Comissão Europeia

alarmante, as taxas de empréstimo cresceram de maneira lenta. No entanto no início de 2010 a situação começa a se tornar alarmante. Segundo Ziotis e Weeks (2010), em abril desse ano o governo grego pede ajuda à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional ao requerer um empréstimo de 45 bilhões de euros para poder cumprir com suas obrigações até o final do mesmo ano. Alguns dias depois a Standard & Poor's rebaixa os títulos da dívida pública grega à condição de "junk", ou seja, títulos com grande risco de inadimplência, onde os investidores poderiam perder de 30% à 50% do seu dinheiro, de maneira que os títulos foram relegados ao *rating* de BB+ (EWING e HEALY, 2010). Os mercados financeiros ao redor do mundo e o valor do euro tiveram uma queda, em resposta ao rebaixamento de nota (BBC, 2010).

Em maio de 2010, a fim de conseguir um empréstimo de 110 bilhões de euros, o governo anuncia uma série de medidas de austeridade. Isto não foi bem visto pela população, encadeando uma série de protestos no país. Em outubro de 2011, o comitê Troika oferece um segundo pacote de resgate, desta vez de 130 bilhões de euros, sob a condição da implementação de novas medidas de austeridade e de uma reestruturação da dívida. O então primeiro ministro George Papandreou respondeu à oferta convocando um referendo popular para dezembro de 2011, no entanto, em novembro do mesmo ano ele cancela o referendo sob forte pressão de outros países da União Europeia. Sete dias após cancelar o referendo Papandreou renuncia ao cargo indicando um sucessor interino, Lucas Papademos, que passa a ter a responsabilidade de implementar as novas medidas de austeridade que possibilitariam a tomada de empréstimo do segundo pacote de resgate (SMITH, 2011).

As medidas de austeridade implementadas ajudaram o país a baixar seu déficit primário em aproximadamente 20 bilhões de euros, correspondente a pouco mais de 8% do PIB, por outro lado a recessão que começou em 2008 se tornou ainda pior em 2010 e 2011 (SMITH, 2012). De acordo com a Hellenic Statistical Authority, o PIB grego teve um declínio de 6,9% em 2011, ano em que cento e onze mil empresas gregas faliram enquanto apenas setenta e cinco mil abriram as portas (HATZINIKOLAOU, 2012). Como consequência os gregos perderam cerca de 40% do seu poder de compra desde o início da crise (SMITH, 2014) e o desemprego sazonal ajustado cresceu de 7,5% para 26,4% entre setembro de 2008 e julho de 2014, como é possível observar no gráfico 7, página 33. Também existiu um grande crescimento no número de jovens desempregados, crescendo de 22% até 50,7% entre o mesmo período, sendo possível observar o crescimento no gráfico 8 (página 35).

Gráfico 8: Taxa de desemprego entre Jovens

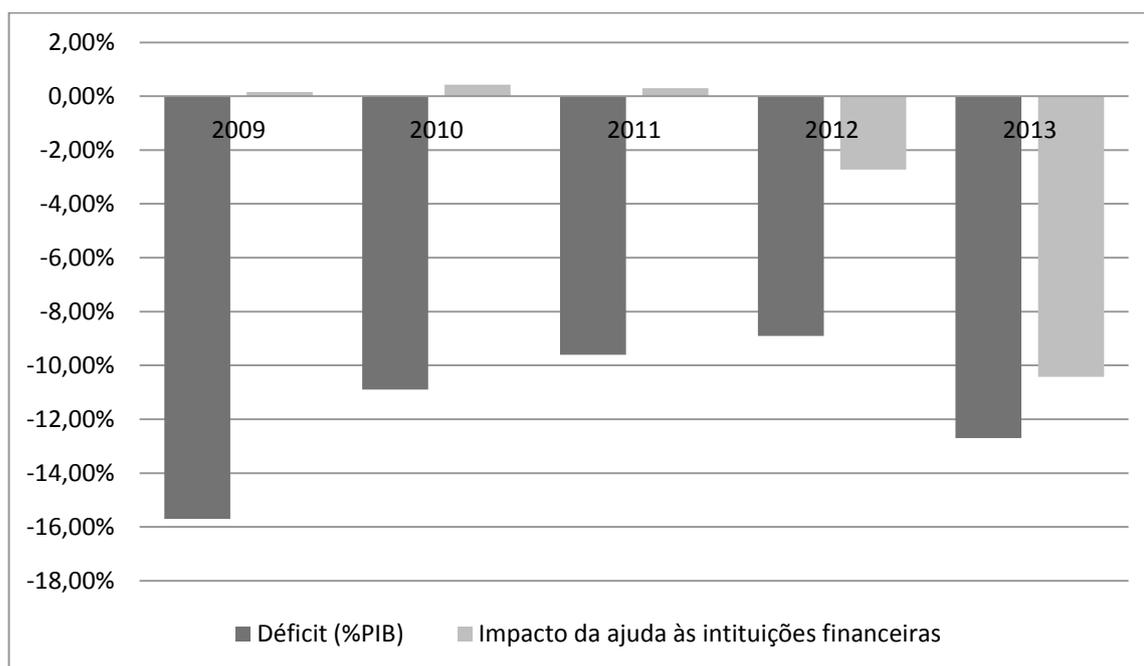


Fonte: Eurostat

Em geral, a parcela da população vivendo em risco de pobreza ou exclusão social não cresceu de forma notável durante os dois primeiros anos de crise, ficando entre 27,6% em 2009 e 27,7% em 2010, apenas um pouco abaixo da média dos 27 membros da União Europeia, no entanto, de acordo com Smith (2012) os números para 2011 seriam de 33%.

Em fevereiro de 2012, um oficial do FMI admitiu que o corte de gastos excessivo estava prejudicando a Grécia (SMITH, 2012). Críticos, como o diretor do Hellenics Observatory, da London School of Economics, argumentam que os bilhões de euros não estão salvando a Grécia, mas sim as instituições financeiras, pois mais de 80% do dinheiro dos pacotes de resgate estão indo para os credores, ou seja, para o Banco da Grécia e para o Banco Central Europeu (FEATHERSTONE, 2012). Um estudo observou que a dívida pública da Grécia para com a União Europeia e FMI, bem como para governos de outros países aumentou de 48,8 para 180,5 bilhões de euros entre janeiro de 2010 e setembro de 2011 (WHITTAKER, 2011), enquanto a exposição de bancos estrangeiros às entidades gregas reduziu cerca de 120 bilhões de euros até fevereiro de 2012 (FLANDERS, 2012).

No gráfico 9 (página 36) é possível o impacto das intervenções sobre o déficit do governo grego, nota-se um grande crescimento em 2012 seguido por um *boom* em 2013. No último ano as intervenções representam quase a totalidade do déficit grego com relação ao PIB, isto se deve ao fato da necessidade de recapitalização de quatro grandes bancos da Grécia, o Alpha Bank, o Eurobank, o National Bank of Greece e o Piraeus Bank.

**Gráfico 9: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Grécia**

**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

Em maio de 2012, a crise e a possibilidade da vitória de um eixo que seria contra as medidas de austeridade durante as eleições levou à especulações de que a Grécia poderia sair da Zona do Euro em um curto período de tempo (ROSS, 2012), tais especulações tiveram grande influência no comportamento do mercado internacional. No entanto tal eixo acabou por não vencer as eleições, dando esperanças de que a Grécia cumpriria com suas obrigações e não sairia da Zona do Euro.

O novo governo, devido à uma recessão econômica mais grave, pede à Troika que expanda o prazo para que sua situação orçamentária se torne autossustentável novamente, prorrogando de 2015 para 2017, o que na realidade teve o mesmo efeito que pedir um terceiro pacote de resgate de 32,6 bilhões de euros (HOPE, 2012). Em novembro de 2012 o parlamento grego aprova novas medidas de austeridade equivalentes a 18 bilhões de euros, as quais incluem uma reforma do mercado de trabalho (BAKER, 2012). Em retorno, o Eurogrupo concordou em baixar as taxas de juros e conceder 10 bilhões de euros adicionais para o programa de recompra de títulos com a intenção de apreciar os títulos da dívida grega. Tal programa permitiu que o país quitasse quase metade da dívida de 62 bilhões de euros que Atenas devia à investidores privados. Dessa maneira será possível que Grécia reduza sua relação dívida/PIB para 124% em 2020 e bem abaixo de 110% em 2022 (BOURAS, PARIS e DALTON, 2012).

Em uma reportagem do Financial Times sobre o futuro da União Europeia salienta a

importância da liberalização do mercado de trabalho grego, a qual ajudou o país a diminuir a diferença do custo de competitividade com outros países da Zona do Euro.(Financial Times, 2013). Em abril de 2014 a Grécia retornou ao mercado de capitais internacional, emitindo títulos que totalizavam mais de 3 bilhões de euros (BENSASSON e BENJAMIN, 2014).

### **3.5.3 Irlanda**

A Crise da Dívida Irlandesa não foi baseada em gastos acima do comum do governo, mas sim derivadas das garantias oferecidas pelo mesmo aos seis principais bancos com base no país, os quais financiaram uma bolha imobiliária. Em setembro de 2008 o ministro das finanças Brian Lenihan Jr. emitiu uma garantia de dois anos para pessoas com dinheiro depositados nesses bancos e proprietários de títulos. (MCCONNELL, 2011). Posteriormente essas garantias foram renovadas. Em 2009 foi criada a Agência Nacional de Gestão de Ativos<sup>3</sup> para assumir grandes empréstimos relacionados à propriedades desses seis bancos.

Estima-se que os bancos irlandeses perderam cerca de cem bilhões de euros, sendo grande parte dessa quantia derivada de empréstimos imobiliários no meio do crescimento da bolha, que estourou no final de 2007. O colapso econômico aconteceu durante o ano de 2008. A taxa de desemprego subiu de 4% para 14% entre 2006 e 2010, enquanto o orçamento nacional que era superavitário em 2007 passou a ser deficitário em 2010, representando 32% do PIB, o maior da história da Zona do Euro, mesmo após implementadas as medidas de austeridade (CIA WORLD FACT BOOK).

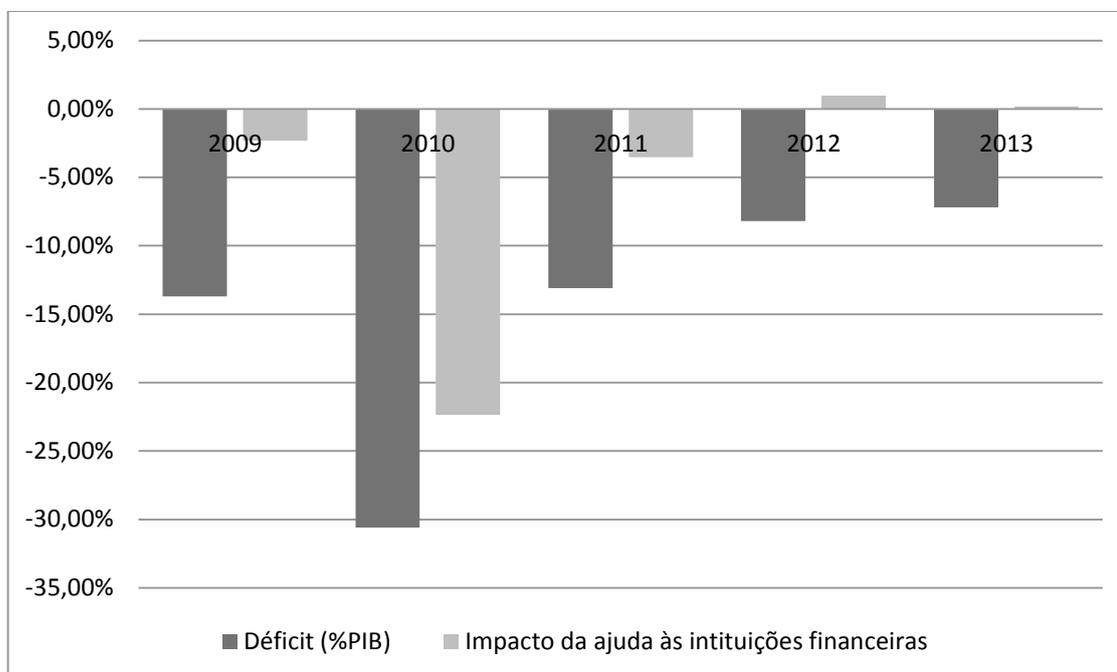
Com o rating de crédito irlandês caindo rapidamente devido às estimativas de perda dos bancos, os proprietários de títulos e clientes dos bancos que estavam sob a garantia dada pelo governo retiraram seu dinheiro dos bancos durante os anos de 2009 e 2010, (os fundos necessários para garantir o pagamento desses clientes foram emprestados pelo Banco Central). Com a dívida do governo crescendo rapidamente, estava claro que o país teria de buscar ajuda da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional. O resultado foi o acordo de um pacote de resgate de 67,5 bilhões de euros, no dia 29 de novembro de 2010 (AVENT, 2010). Adicionando esse pacote com 17,5 bilhões de euros derivados das próprias reservas da Irlanda, o governo recebeu 85 bilhões de euros (BARBIERI, 2010), dos quais 34 bilhões de euros foram usados para ajudar o setor financeiro falho do país, em troca o governo acordou em reduzir seu déficit orçamentário para abaixo de 3% até abril de 2015. Em abril de 2010 a agência de rating Moody's relegou os títulos de dívida dos bancos para o status de "junk" (podre), mesmo com todas as medidas tomadas pelo governo (RTE, 2011).

---

<sup>3</sup> NAMA, em inglês

A seguir é possível observar o impacto das intervenções governamentais no país.

**Gráfico 10: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Irlanda**



**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

Em 2010, devido aos programas de resgate direcionados ao sistema financeiro do país, nota-se um grande impacto sobre o déficit do mesmo. Os pacotes de resgate representaram quase a totalidade do orçamento deficitário do país no ano. É possível observar também que o país caminha a passos largos para cumprir sua meta de ter um déficit orçamentário abaixo de 3% até 2015.

Em julho de 2011 os líderes europeus concordaram em reduzir a taxa de juros que a Irlanda pagava à UE e ao IMF de 6% para um número entre 3,5% e 4% e em dobrar o período de empréstimo por 15 anos. Tal atitude estimava uma economia de 600 à 700 milhões de euros por ano para o país (HAYES, 2011). Em setembro de 2011, para facilitar a precária situação financeira da Irlanda, a Comissão Europeia decidiu cortar para 2,59% a taxa de juros cobrada de um empréstimo de 22,5 bilhões de euros advindo do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (REILLY, 2011).

De acordo com o relatório do Euro Plus Monitor, de novembro de 2011, a Irlanda obteve um grande avanço na maneira em que conduz sua relação com a crise financeira, estimando que o país possa “andar com os próprios pés” novamente e financiar a si mesmo sem ajuda externa a partir de meados de 2012.

Em julho de 2012, pela primeira vez, desde setembro de 2010, o país conseguiu voltar ao mercado financeiro vendendo mais de 5 bilhões de euros em títulos da dívida do governo de longo prazo (O'DONOVAN, 2012). Em dezembro de 2013, depois de três anos de ajuda financeira, a Irlanda finalmente deixou de fazer parte do programa de resgate do FMI e da EU, apesar de ainda estar devendo 22,5 bilhões de euros para o Fundo Monetário Internacional (NEWENHAM, 2014). Apesar da saída do programa de resgate, o desemprego no país ainda é alto e os salários públicos no país ainda são 20% mais baixos do que eram no início da crise (BROAD, 2013). A dívida do governo alcançou 123,7% do PIB em 2013, como é possível observar na tabela 2.

**Tabela 2: Crescimento da Dívida do Governo ( em % do PIB)**

| Ano                             | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>EU (28 países)</b>           | 61,4  | 58,8  | 62    | 74,4  | 79,9  | 82,4  | 85,2  | 87,1  |
| <b>UE (27 países)</b>           | 61,5  | 58,9  | 62,2  | 74,5  | 80,2  | 82,7  | 85,5  | 87,4  |
| <b>Zona do Euro (18 países)</b> | 68,5  | 66,2  | 70,1  | 80    | 85,5  | 87,4  | 90,7  | 92,6  |
| <b>Zona do Euro (17 países)</b> | 68,6  | 66,4  | 70,2  | 80,1  | 85,6  | 87,5  | 90,8  | 92,7  |
| <b>Alemanha</b>                 | 68    | 65,2  | 66,8  | 74,6  | 82,5  | 80    | 81    | 78,4  |
| <b>Irlanda</b>                  | 24,6  | 24,9  | 44,2  | 64,4  | 91,2  | 104,1 | 117,4 | 123,7 |
| <b>Grécia</b>                   | 106,1 | 107,4 | 112,9 | 129,7 | 148,3 | 170,3 | 157,2 | 175,1 |
| <b>Espanha</b>                  | 39,7  | 36,3  | 40,2  | 54    | 61,7  | 70,5  | 86    | 93,9  |
| <b>França</b>                   | 63,7  | 64,2  | 68,2  | 79,2  | 82,7  | 86,2  | 90,6  | 93,5  |
| <b>Croácia</b>                  | 35,7  | 33,3  | 30    | 36,6  | 45    | 52    | 55,9  | 67,1  |
| <b>Itália</b>                   | 106,3 | 103,3 | 106,1 | 116,4 | 119,3 | 120,7 | 127   | 132,6 |
| <b>Chipre</b>                   | 64,7  | 58,8  | 48,9  | 58,5  | 61,3  | 71,5  | 86,6  | 111,7 |
| <b>Áustria</b>                  | 62,3  | 60,2  | 63,8  | 69,2  | 72,5  | 73,1  | 74,4  | 74,5  |
| <b>Polônia</b>                  | 47,7  | 45    | 47,1  | 50,9  | 54,9  | 56,2  | 55,6  | 57    |
| <b>Portugal</b>                 | 69,4  | 68,4  | 71,7  | 83,7  | 94    | 108,2 | 124,1 | 129   |
| <b>Finlândia</b>                | 39,6  | 35,2  | 33,9  | 43,5  | 48,8  | 49,3  | 53,6  | 57    |
| <b>Suécia</b>                   | 45,2  | 40,2  | 38,8  | 42,6  | 39,4  | 38,6  | 38,3  | 40,6  |
| <b>Reino Unido</b>              | 42,7  | 43,7  | 51,9  | 67,1  | 78,4  | 84,3  | 89,1  | 90,6  |
| <b>Islândia</b>                 | 27,9  | 28,5  | 70,4  | 87,9  | 93    | 99,1  | 96,4  | :     |
| <b>Noruega</b>                  | 55,4  | 51,5  | 48,2  | 42,8  | 42,5  | 27,8  | 29,1  | 29,5  |

**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

Em março de 2013, a Irlanda conseguiu obter o acesso completo à empréstimos no mercado financeiro (REILLY, 2013). Como programado, a Irlanda saiu do programa de resgate em dezembro de 2013, sem a necessidade de ajuda financeira adicional (ESM, 2014).

### 3.5.4 Portugal

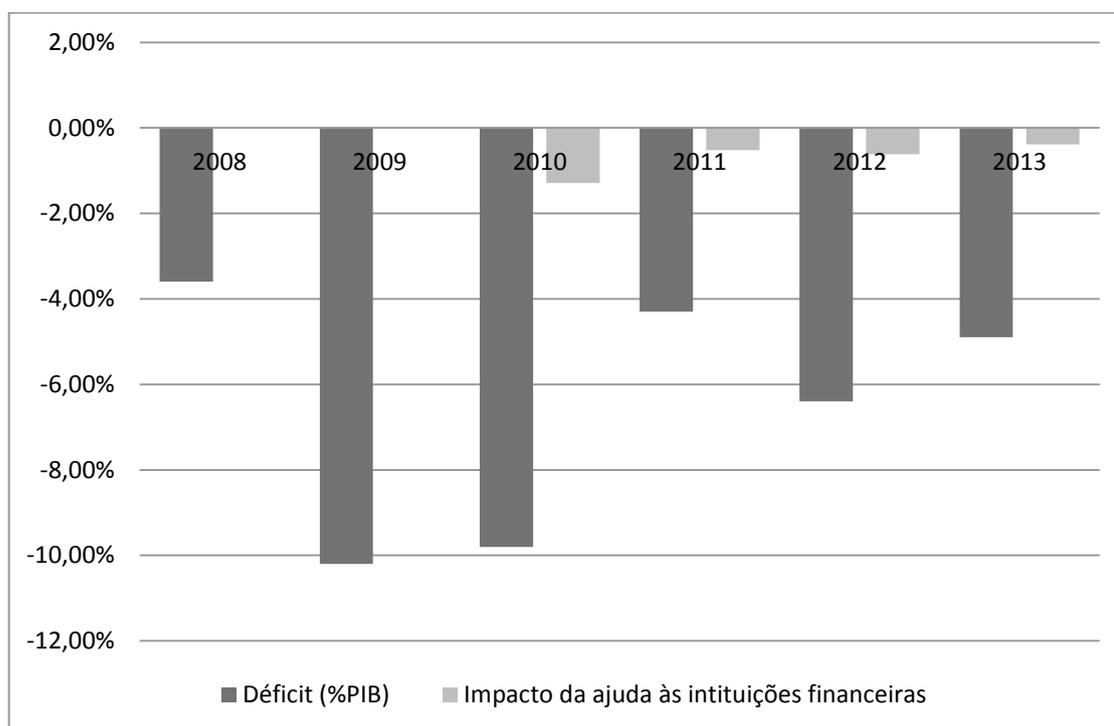
O país cometeu alguns deslizes na sua maneira de conduzir o orçamento de obras públicas, além de inflar os salários e bônus de funcionários públicos de alto escalão durante o período entre a Revolução dos Cravos em 1974 e 2010, ou seja, situações semelhantes à casos de corrupção e salários acima do comum à políticos de alto escalão brasileiros. Longas e persistentes políticas de recrutamento aumentaram o numero de funcionários públicos subaproveitados e, por fim, ineficientes. Criação de dívidas públicas, aumento de créditos de risco e fundos europeus estruturais foram mal geridos por um período de 36 anos (DIÁRIO DE NOTÍCIAS, 2011). Quando a crise global estourou, afetando os mercados e a economia global, Portugal foi uma das economias mais afetadas e sucumbiu. Em meados de 2010, a Moody's rebaixou a nota dos títulos públicos portugueses.

No primeiro semestre de 2011 Portugal pediu ajuda ao FMI e à UE no que seria um pacote de resgate de 78 bilhões de euros, em uma tentativa de estabilizar suas finanças públicas. Isto foi resultado direto de décadas de superfaturamento do governo e de um serviço publico extremamente burocratizado. Após o resgate ser anunciado, o governo de Pedro P. Coelho conseguiu implementar medidas para melhorar a situação financeira do país. No entanto, tais medidas aumentaram o desemprego no país, chegando acima de 15% entre 2012 e 2013 como é possível observar no gráfico 7, página 33.

Como é possível observar na Tabela 2, pagina 39, em 2012 a dívida pública de Portugal representou 124,1% do PIB, aumentando para 129% no ano de 2013. Como resultado da situação econômica desfavorável, foi concedido ao país um ano a mais para reduzir seu déficit orçamentário à um nível abaixo de 3% do PIB, sendo o prazo estipulado adiado de 2013 para 2014 (LIMA, 2012).

No gráfico 11 (página 41) é possível observar a evolução do déficit orçamentário do país ao longo dos anos de crise, bem como o impacto que as intervenções tiveram sobre o mesmo.

**Gráfico 11: Impacto das intervenções sobre o déficit do governo - Portugal**



**Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat**

Como parte do programa de resgate, foi exigido de Portugal que retomasse o acesso completo aos mercados financeiros em setembro de 2013. O primeiro passo dado em direção à esse objetivo foi bem sucedido, quando o país retomou parte do acesso ao mercado em outubro de 2012, quando vendeu uma série de títulos com 3 anos de maturidade. O acesso completo aos mercados será medido pelo momento em que o país conseguir vender títulos com 10 anos de maturidade, esperava-se que o país fosse beneficiado por intervenções do Banco Central Europeu, as quais tem por objetivo reduzir as taxas de juros do governo para níveis sustentáveis (LIMA, 2012). Em janeiro de 2012 as taxas de juros dos títulos do governo português atingiram um pico de 17,3%, após as agências de rating baixarem suas notas para um nível de não investimento – podre<sup>4</sup>. Em dezembro de 2012 as taxas de juros caíram para 7%<sup>5</sup>. O retorno bem sucedido ao mercado de longo prazo aconteceu com a emissão de título com 5 anos de maturidade em janeiro de 2013 (CHARLTON e LIMA, 2013), e um retorno completo aos mercados aconteceu em maio de 2013, quando emitiu um série de títulos com 10 anos de maturidade (KOWSMANN, 2013).

<sup>4</sup> <http://markets.ft.com/RESEARCH/Markets/Data-Archive>

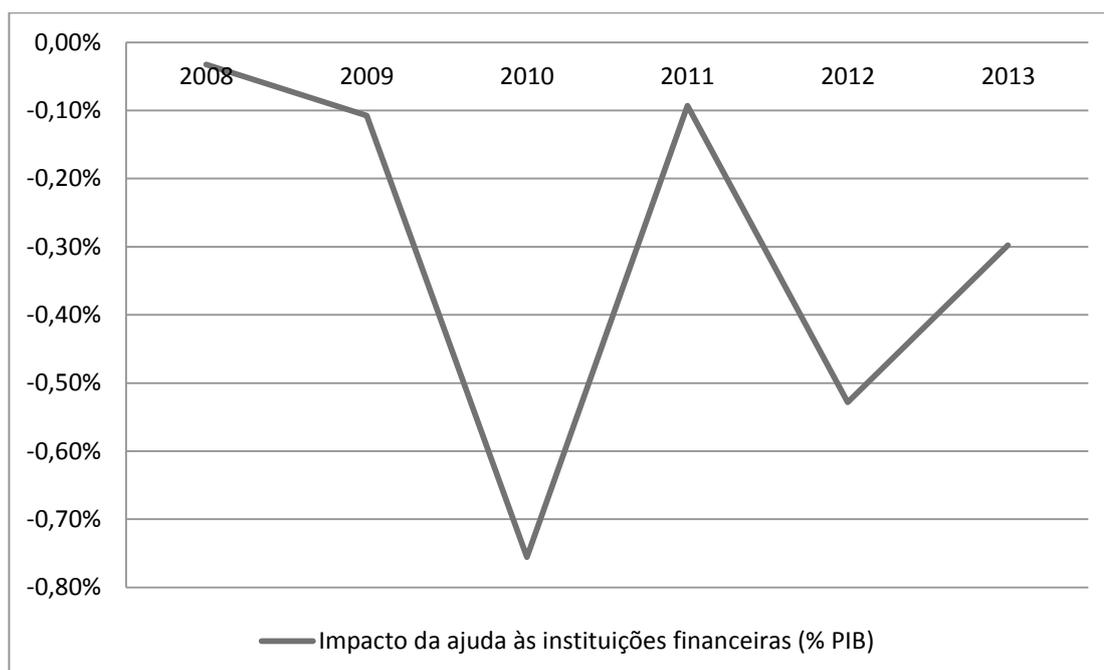
<sup>5</sup> <http://www.investing.com/rates-bonds/portugal-10-year-bond-yield-historical-data>

Em maio de 2014 Portugal deixou o mecanismo de resgate da União Europeia sem necessidade de ajuda adicional, emitindo com sucesso títulos do governo com 10 anos de maturidade à uma taxa de juros de 3,59% (KOWSMANN, 2014). No entanto, Portugal ainda tem muitos anos difíceis pela frente, podendo levar décadas até pagar os empréstimos à União Europeia e alcançar um nível de dívida de cerca de 60% do PIB. Durante a crise a dívida pública de Portugal aumentou de 94% para 129% do PIB do país, como é possível observar na tabela 2, página 30.

### 3.6 CONSEQUÊNCIAS PARA A ZONA DO EURO (18)

O impacto por conta das intervenções sobre o déficit na Zona do Euro não era tão relevante durante o ano de 2008 e 2009, apesar de ter aumentado gradualmente. O salto ocorre em 2010, quando a crise passa a se alastrar pela Europa e programas de resgate começam a ser implementados nos países da Zona, neste ano também são feitas massivas transferências de capital para bancos Irlandeses. Como é possível observar no gráfico 12, em 2011 ocorre uma queda do impacto, seguida de um novo crescimento em 2012, devido à recapitalização de bancos dos países membros. Em 2013 é possível observar um novo decréscimo, no entanto, alguns países como a Grécia ainda sofreram as consequências dos pacotes implementados em 2012, no ano de 2013.

**Gráfico 12: Impacto das intervenções sobre o déficit - Zona do Euro (18)**



Fonte: Elaborado pelo Autor com base nos dados da Eurostat

As injeções de capital foram tratadas como aumento do déficit de capital de transferências, ou seja, como gastos do governo, e não como transações financeiras (aquisição de liquidez), pois as injeções foram direcionadas para cobrir perdas.

Vale salientar que todas as injeções de capital, sejam elas gastos do governo ou aquisição de liquidez, normalmente afetam as dívidas do governo, pois os últimos precisam financiar as mesmas.

Em meados de 2012, graças à uma bem sucedida consolidação fiscal e implementação de reformas estruturais nos países que apresentavam maior risco e diversas medidas políticas tomadas pelo Banco Centrou Europeu, bem como por líderes de estados europeus, a estabilização financeira na Zona do Euro melhorou de forma significativa e as taxas de juros decresceram de maneira consistente. Consequentemente o risco de contágio para outros países da Eurozona também diminuiu. É possível observar na tabela 3 que, em outubro de 2012, apenas três (Chipre, Grécia e Portugal) dos dezessete países ainda tinham taxas de juros de longo prazo acima de 6%, enquanto em agosto de 2014 apenas Chipre e Grécia ainda apresentavam esses números.

**Tabela 3: Taxa de Juros de Longo Prazo**

| Zona do         | ago/  | set/ | out/ | nov/ | dez/ | jan/ | fev/ | mar/ | abr/ | mai/ | jun/ | jul/ | ago/ |
|-----------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Euro            | 13    | 13   | 13   | 13   | 13   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   |
| <b>Belgica</b>  | 2,65  | 2,75 | 2,57 | 2,42 | 2,43 | 2,45 | 2,40 | 2,26 | 2,16 | 1,99 | 1,83 | 1,61 | 1,40 |
| <b>Alem.</b>    | 1,73  | 1,89 | 1,76 | 1,68 | 1,80 | 1,76 | 1,56 | 1,51 | 1,46 | 1,33 | 1,26 | 1,11 | 0,95 |
| <b>Estonia</b>  | -     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| <b>Irlanda</b>  | 3,92  | 3,95 | 3,65 | 3,53 | 3,48 | 3,39 | 3,24 | 3,05 | 2,90 | 2,71 | 2,44 | 2,28 | 2,02 |
| <b>Grécia</b>   | 10,01 | 10,1 | 8,74 | 8,41 | 8,66 | 8,18 | 7,70 | 6,90 | 6,20 | 6,4  | 5,93 | 6,10 | 6,09 |
| <b>Espanha</b>  | 4,50  | 4,42 | 4,22 | 4,10 | 4,13 | 3,79 | 3,56 | 3,31 | 3,11 | 2,93 | 2,72 | 2,66 | 2,41 |
| <b>França</b>   | 2,36  | 2,49 | 2,39 | 2,27 | 2,33 | 2,38 | 2,25 | 2,15 | 2,03 | 1,84 | 1,71 | 1,56 | 1,41 |
| <b>Itália</b>   | 4,42  | 4,54 | 4,25 | 4,10 | 4,11 | 3,87 | 3,65 | 3,40 | 3,23 | 3,12 | 2,92 | 2,79 | 2,63 |
| <b>Chipre</b>   | 6,00  | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| <b>Lituânia</b> | 3,25  | 3,45 | 3,78 | 3,71 | 3,62 | 3,48 | 3,07 | 2,87 | 2,80 | 2,74 | 2,53 | 2,40 | 2,35 |
| <b>Luxemb.</b>  | 2,20  | 2,27 | 2,14 | 2,01 | 2,10 | 2,06 | 1,87 | 1,80 | 1,71 | 1,57 | 1,44 | 1,26 | 1,08 |
| <b>Malta</b>    | 3,23  | 3,28 | 3,25 | 3,18 | 3,19 | 3,05 | 2,96 | 3,02 | 2,93 | 2,78 | 2,90 | 2,66 | 2,49 |
| <b>Holanda</b>  | 2,20  | 2,32 | 2,18 | 2,06 | 2,16 | 2,09 | 1,89 | 1,81 | 1,85 | 1,70 | 1,60 | 1,41 | 1,20 |

|                  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Austria</b>   | 2,22 | 2,34 | 2,19 | 2,08 | 2,17 | 2,13 | 1,95 | 1,87 | 1,77 | 1,62 | 1,66 | 1,47 | 1,28 |
| <b>Portugal</b>  | 6,60 | 7,06 | 6,33 | 5,98 | 6,04 | 5,21 | 4,94 | 4,43 | 3,82 | 3,66 | 3,50 | 3,69 | 3,47 |
| <b>Eslovênia</b> | 6,51 | 6,56 | 6,47 | 5,91 | 5,27 | 4,73 | 4,43 | 3,85 | 3,52 | 3,39 | 3,13 | 3,16 | 3,09 |
| <b>Eslováq.</b>  | 3,15 | 3,15 | 3,15 | 3,15 | 2,69 | 2,53 | 2,48 | 2,47 | 2,47 | 2,73 | 2,73 | 2,07 | 1,81 |
| <b>Finlândia</b> | 2,07 | 2,19 | 2,04 | 1,94 | 2,03 | 1,99 | 1,92 | 1,91 | 1,84 | 1,69 | 1,57 | 1,36 | 1,18 |

---

**Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central Europeu e da Eurostat**

Em janeiro de 2013, bem sucedidos leilões de dívida públicas de países da Zona do Euro, principalmente Espanha, Irlanda e Portugal, mostraram que houve um crescimento na confiança dos investidores nas medidas tomadas pelo Banco Central Europeu – BCE (BARLEY, 2013). Em novembro de 2013 o BCE reduziu sua taxa bancária para apenas 0,25% de maneira à ajudar a recuperação da Zona do Euro.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o estouro da bolha imobiliária norte americana em 2007, foi constatada a Crise do *Subprime*. Resultado de uma série de inovações financeiras desreguladas, incluindo concessão de crédito à pessoas com histórico de inadimplência, a crise tomou proporções comensuráveis com a Grande Crise de 1929. Através de operações financeiras, instituições privadas securitizavam as hipotecas do tipo *subprime* e emitiam novos títulos de dívida cujos valores derivavam de outros títulos de crédito baseados em *subprime*, os títulos “tóxicos”, que eram então repassados à terceiros no mercado de capitais.

Segundo Fitoussi e Saraceno (2010), a globalização financeira já tinha cumprido seu papel: o mercado mundial estava localizado nos Estados Unidos e todos os atores, principalmente de países ricos, jogavam neste mercado, espalhando títulos “tóxicos” ao redor do mundo. Dessa maneira, mesmo que o número de bancos severamente afetados na Europa tenha sido limitado, o setor bancário do velho continente provou ser tão frágil quanto o estadunidense. A consequência é que os eventos seguintes foram extremamente similares, mesmo do outro lado do oceano: crises de confiança, insolvências no setor bancário, redução de operações nos mercados interbancários, recessão de crédito e depreciação de títulos.

Como foi possível observar, a financeirização não foi somente a causa primária do problema, mas também a razão pela qual a crise global ocorreu. A ambição por lucros cada vez maiores fez com que o capital e consequentemente os títulos “tóxicos” originados na bolha imobiliária americana pelos cinco continentes carregando consigo os seus problemas. Não demorou para que o mal funcionamento, carregado de inovações desreguladas, de um sistema financeiro local se tornou uma crise internacional de proporções comparáveis somente à crise de 1929.

Após a leitura no capítulo 3, é possível compreender o porque a Crise do *Subprime* atingiu a Europa de maneira severa. A política responsável, que tinha como base o reequilíbrio dos mecanismos de mercado, provou lenta e ineficiente para lidar com um problema de tamanha proporção. O Banco Central Europeu manteve as taxas de juros, a um nível de 4%, inalteradas durante um ano, entre junho de 2007 e junho de 2008, enquanto nos Estados Unidos as mesmas foram baixadas para um nível próximo de zero. O BCE somente foi tomar uma atitude quando viu que a deflação era iminente, no final de 2008. (FITOUSSI e SARACENO, 2010)

Quando a recessão se tornou realidade, os déficits orçamentários inflaram, fazendo

com que estourassem bolhas imobiliárias e financeiras ao redor da Europa.

Sendo o Estado a fonte de recursos em última instância, ficou sob responsabilidade deste arcar com os problemas financeiros de seu respectivo país. A Irlanda enfrentou grandes dificuldades para salvar seu sistema bancário, de maneira que foi necessário ao Estado assumir elevados gastos públicos para evitar o caos financeiro. Países como a Alemanha e a Finlândia, foram capazes de sustentar suas atividades econômicas aumentando seus déficits. No entanto os países em destaque no trabalho, Grécia, Espanha, Portugal e Irlanda, que já apresentavam um alto déficit no ano em que a crise de dívida pública passou a ser percebida, tiveram de aumentar seus níveis de dívida pública a altíssimos patamares. Como a globalização já tinha cumprido seu papel, especuladores passaram a atacar os títulos públicos dos países europeus, quebrando a barreira de segurança da Zona do Euro. O que se viu em seguida foi uma corrida por pacotes de resgate com intuito de salvar os sistemas financeiros locais, bem como o nível de confiança sobre os títulos e dívida do governo perante os agentes financeiros internacionais, aumentando o déficit e o nível de dívida pública em relação ao PIB dos países. O resultado foi uma crise de dívida pública entre os países da Zona do Euro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, Dante Mendes; MILANEZ, Daniel Yabe. **Finança Comportamental e a Hipótese Dos Mercados Eficientes**. Disponível em: [http://www.fea.usp.br/feaecon//media/livros/file\\_93.pdf](http://www.fea.usp.br/feaecon//media/livros/file_93.pdf). Acesso em: 20 de março de 2014.

ARELLANO, C. KOCHERLAKOTA, N. R. **Internal Debt Crises and Sovereign Defaults**. Fevereiro de 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13794>. Acesso em: 8 de agosto de 2014.

ARESTIS, P. SAWYER, M. **European Integration and the ‘Euro Project’**. 2002. Disponível em: [http://www.academia.edu/2905567/European\\_Integration\\_and\\_the\\_Euro\\_Project](http://www.academia.edu/2905567/European_Integration_and_the_Euro_Project). Acesso em: 12 de junho de 2014.

AREZKI, R., CANDELON, B. SY, A. N. R. **Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis**. CeSIFO Working Paper, No. 3411. 2011. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>. Acesso em: 22 de março de 2014

ARIDAS, T. BEDELL, D. PASQUALI, V. VENTURA, L. ARIDAS, T. **External Debt in Countries Around the World**. 15 de abril de 2013. Disponível em: <https://www.gfmag.com/global-data/economic-data/xtegh9-external-debt-in-countries-around-the-world> Acesso em: 2 de agosto de 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AVENT, Ryan. **The money pit**. The Economist, 30 de setembro 2010. Disponível em: [http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/09/irelands\\_economy\\_0](http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/09/irelands_economy_0) Acesso em: 26 de setembro de 2014.

BADKAR, Mamta. **Here Are The Details From Spain's New Balanced Budget Amendment**. Business Insider, 26 de agosto de 2011. Disponível em: <http://www.businessinsider.com/spain-balanced-budget-amendment-2011-8> Acesso em: 17 de agosto de 2014.

BAKER, Luke. **One step forward, two back for Greece on debt**. Reuters (UK), 2 de outubro de 2012. Disponível em: <http://uk.reuters.com/article/2012/10/02/uk-eurozone-greece-debt-idUKBRE8910V920121002> Acesso em: 24 de agosto de 2014.

BARBIERI, Rich. **EU unveils Irish bailout**, CNN, 2 de dezembro de 2010. Disponível em: [http://money.cnn.com/2010/11/28/news/international/ireland\\_bailout/](http://money.cnn.com/2010/11/28/news/international/ireland_bailout/) Acesso em: 28 de setembro de 2014.

BARLEY, Richard. **Euro-Zone Bonds Find Favor**. Wall Street Journal, 24 de janeiro de 2013. Disponível em: <http://online.wsj.com/articles/SB10001424127887323854904578259942900715134> Acesso em: 10 de outubro de 2014.

BARTHA, E. HOUSE, J. **Spain Debt Sells Despite Bailout Pressure**. Wall Street Journal, 18 de setembro de 2012. Disponível em: <http://online.wsj.com/articles/SB10000872396390443995604578003662551064492> Acesso em: 20 de agosto de 2014.

BENJAMIN, H. BENSASSON, M. **Greek Bond Sale Said to Top \$4 Billion in Market Return**. Bloomberg, 10 de abril de 2014. Disponível em: - <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-10/greece-readies-bond-sale-as-athens-car-bomb-reminds-of-upheaval.html>. Acesso em: 22 de agosto de 2014.

BJORK, C. HOUSE, J. SCHAEFER, S. **Spain Pours Billions into Bank**. 25 de maio de 2012. The Wall Street Journal. Disponível em: <http://online.wsj.com/articles/SB10001424052702304840904577425730120083816>. Acesso em: 16 de Agosto de 2014.

BORÇA Jr., Gilberto. **Crise financeira e as incertezas da zona do Euro**. 7 de novembro de 2011 . Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/Visao\\_99.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/Visao_99.pdf). Acesso em: 2 de agosto de 2014

BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. **Analisando a crise do subprime**. Revista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, v.15, n.30, dez 2008.

BORDO, M. EICHENGREEN, B. **Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?** Agosto de 1999. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~eichengr/research/sydney3.pdf>. Acesso em: 20 de julho de 2014.

BOURAS, S. PARIS, C. DALTON, M. **Greece's Buyback Effort Advances**. Wall Street Journal, 11 de dezembro de 2012. Disponível em: <http://online.wsj.com/articles/SB10001424127887324024004578173080175399670> Acesso em: 22 de agosto de 2014.

BROAD, Mark. **Ireland: Before and after bailout**. BBC News, 14 de dezembro 2013. - Disponível em: <http://www.bbc.com/news/business-25339066>. Acesso em: 1 de setembro de 2014.

BROWN, M. CHAMBERS, A. **How Europe's governments have enronized their debts**. Setembro de 2005. Disponível em: <http://www.euromoney.com/Article/1000384/How-Europes-governments-have-enronized-their-debts.html>. Acesso em: 19 de março de 2014.

CHARLTON, E. LIMA, J. **Portugal Sells Five-Year Bonds for First Time in Two Years.** Bloomberg, 24 de janeiro de 2013. -. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2013-01-23/portugal-2017-notes-may-yield-410-basis-points-over-mid-swaps.html> Acesso em: 19 de outubro de 2014.

**CIA World Factbook-Ireland.** CIA. Disponível em: [https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/print/country/countrypdf\\_ei.pdf](https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/print/country/countrypdf_ei.pdf) Acesso em: 28 de setembro de 2014.

**Comunicado íntegro del Eurogrupo sobre el rescate a la banca española.** Diario de Avisos, 9 de junho 2012. Disponível em: <http://www.diariodeavisos.com/2012/06/comunicado-integro-del-eurogrupo-sobre-el-rescate-a-la-banca-espanola/> Acesso em: 17 de agosto de 2014.

DANA, Samy. **Bolhas Especulativas no Mercado Imobiliário.** 13 de abril de 2012 . Disponível em: [http://www.bussoladoinvestidor.com.br/opiniao/bolhas\\_especulativas\\_no\\_mercado\\_imobiliario-39184,1.html](http://www.bussoladoinvestidor.com.br/opiniao/bolhas_especulativas_no_mercado_imobiliario-39184,1.html) Acesso em: 1 de maio de 2013.

DE GRAUWE, P. **Governance of a Fragile Eurozone.** 4 de maio de 2011. Disponível em: <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>. Acesso em: 22 de março de 2014.

De GRAUWE, Paul. **Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis.** Agosto de 2011. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1945766](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1945766). Acesso em: 7 de agosto de 2014.

DE LONG, J. B.; SHLEIFER, A.; SUMMERS L.H. e WALDMANN, R.J., **Noise Trader Risk in Financial Markets**, Journal of Political Economy, 1990, vol98, nº4, Republicado em: Advances in Behavioral Finance, 1993. Rusell Sage Foundation.

DELL' ARICCIA, G., DETRAGIACHE, E. RAJAN, R. **The Real Effect of Banking Crises.** 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2004/00-00/detrag.pdf>. Acesso em: 3 de abril de 2014.

DETRAGIACHE, Enrica. (1996) **Rational Liquidity Crises in the Sovereign Debt Market: In Search of a Theory.** Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=882938](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882938). Acesso em: 23 de julho de 2014.

DOWBOR, L. **A crise financeira sem mistérios**, 2009. Disponível em: <http://dowbor.org/criseseemmisterios8.pdf>. Acesso em: 18 de novembro 2013.

DYCKMAN, Thomas R.; MORSE, Dale. **Efficient capital markets and accounting: a critical analysis.** 2. Ed. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1990.

**ESM becomes sole mechanism for new financial assistance programmes to euro area Member States.** Disponível em: <http://www.efsf.europa.eu/about/esm-becomes-sole-mechanism-for-financial-assistance-to-euro-area-member-states.htm>. Acesso em: 29 de maio de 2014.

**Eurostat Newsrelease**, 8 de fevereiro de 2012- . Disponível em:  
[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-08022012-AP/EN/3-08022012-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-08022012-AP/EN/3-08022012-AP-EN.PDF). Acesso em: 20 de julho de 2014.

**EUROSTAT**. Disponível em:  
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/> Acesso em: 12 de Agosto de 2014

EWING, J. HEALY, J. **Cuts to Debt Rating Stir Anxiety in Europe**. The New York Times, 27 de abril de 2010. Disponível em:  
[http://www.nytimes.com/2010/04/28/business/global/28drachma.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2010/04/28/business/global/28drachma.html?pagewanted=all&_r=0)  
 Acesso em: 25 de agosto de 2014.

FEATHERSTONE, Kevin. **Are the European banks saving Greece or saving themselves?** The Guardian, 23 de março de 2012. Disponível em:  
<http://www.theguardian.com/commentisfree/2012/mar/22/greece-european-banks-eurozone>  
 Acesso em: 25 de agosto de 2014.

FITOUSSI, J. SARACENO, F. **Europe: How Deep Is a Crisis? Policy Responses and Structural Factors behind Diverging Performances**. 2010. Disponível em:  
<http://core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/6405646.pdf> Acesso em: 12 de junho de 2014.

FLANDERS, Stephanie. **Greece: Costing the exit**. BBC News, 16 de fevereiro de 2012. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/news/business-17062333> Acesso em: 21 de agosto de 2014.

FONTAINE, Patrick. **Understanding the Euro Crisis**. 2012. Disponível em:  
[http://www.akb.org.br/upload/130820121627034529\\_Patrick%20Fontaine.pdf](http://www.akb.org.br/upload/130820121627034529_Patrick%20Fontaine.pdf) Acesso em: 1 de outubro de 2014.

FORELL, C. STEINHAUSER, G. **Latest Europe Rescue Aims to Prop Up Spain**. Wall Street Journal, 11 de junho de 2012. Disponível em:  
<http://online.wsj.com/articles/SB10001424052702303768104577458562351966868> Acesso em: 20 de agosto de 2014

FT Writers. **Hint of southern comfort shows need to bolster reform process"**. Financial Times, 9 de maio de 2013. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bb53cd56-b17d-11e2-9315-00144feabdc0.html#axzz3IntYJsMk> Acesso em: 19 de agosto de 2014.

GENNAIOLI, N. MARTIN, A. ROSSI, S. **Sovereign Default, Domestic Banks and Financial Institutions**. Março de 2013. Disponível em:  
<http://www.econ.upf.edu/~martin/GMR.pdf>. Acesso em: 14 de agosto de 2014

**Greek bonds rated 'junk' by Standard & Poor's**. BBC, 27 de abril de 2010. Disponível em:  
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8647441.stm> Acesso em: 20 de agosto de 2014.  
 HATZINIKOLAOU, Prokopis. **Dramatic drop in budget revenues**. 7 de fevereiro de 2012  
 Disponível em:  
[http://www.ekathimerini.com/4Dcgi/4dcgi/\\_w\\_articles\\_wsite2\\_1\\_07/02/2012\\_426623](http://www.ekathimerini.com/4Dcgi/4dcgi/_w_articles_wsite2_1_07/02/2012_426623)  
 Acesso em: 20 de agosto de 2014.

HAYES, Cathy. **Ireland gets more time for bailout repayment and interest rate cut.** Irish Central, 21 de julho de 2011. Disponível em: <http://www.irishcentral.com/news/ireland-gets-more-time-for-bailout-repayment-and-interest-rate-cut-125976744-237401281.html> Acesso em: 25 de setembro de 2014.

HIDALGO, Juan C. **Looking at Austerity in Spain.** 31 de maio de 2012. Disponível em: <http://www.cato.org/blog/looking-austerity-spain>. Acesso em: 16 de agosto de 2014.

HOPE, Kerin. **Greece seeks 2-year austerity extension.** Financial Times, 14 de Agosto de 2012. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/979cd2f4-e635-11e1-ac5f-00144feab49a.html#axzz3IntYJsMk>. Acesso em: 22 de agosto de 2014.

**How the Euro Became Europe's Greatest Threat.** Der Spiegel, 20 de junho de 2011 - Disponível em: <http://www.spiegel.de/international/europe/time-for-plan-b-how-the-euro-became-europe-s-greatest-threat-a-769329.html>. Acesso em: 28 de agosto de 2014.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial.** *Carta IEDI n. 300*, fev. 2008.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises.** 2005. 5ª ed, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. Disponível em: <http://www.nowandfutures.com/large/Manias,Panics,andCrashes.pdf>

KOBA, Mark. **‘A Cheat Sheet’ on the Europe Crisis.** Junho de 2012. Disponível em: <http://web.archive.org/web/20120615224217/http://finance.yahoo.com/news/europes-economic-crisis-know-145955853.html>. Acesso em: 3 de abril de 2014.

KOBA, Mark. **CNBC-Europe's Economic Crisis-What You Need to Know.** 13 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.cnn.com/id/47689157>. Acesso em: 8 de agosto de 2014.

KOWSMANN, Patricia. **Portugal eyes bailout exit after bond-sale success.** 23 de abril de 2014. Disponível em: <http://www.marketwatch.com/story/portugal-eyes-bailout-exit-after-bond-sale-success-2014-04-23> Acesso em: 25 de outubro de 2014.

KOWSMANN, Patricia. **Portugal Plans Debt Sale.** Wall Street Journal, 6 de maio de 2013. Disponível em: [http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323826804578467203647687028?mod=\\_newsreel\\_3](http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323826804578467203647687028?mod=_newsreel_3) Acesso em: 25 de outubro de 2014.

KRUGMAN, Paul. **A Desintegração Americana. Tradução Renato Bittencourt** – Rio de Janeiro: Record, 2006.

KRUGMAN, Paul. **Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises.** Janeiro de 1999. Disponível em: <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf> Acesso em: 22 de julho de 2014.

LAEVEN, L. VALENCIA, F. **Systemic Banking Crises: A New Database.** Novembro de 2008 Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>. Acesso em: 20 de julho de 2014.

LIMA, João. **Portugal seeks market access with \$5 bln bond exchange**. Bloomberg, 3 outubro de 2012. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2012-10-03/portugal-seeks-market-access-with-5-billion-bond-exchange.html> Acesso em: 10 de outubro de 2014

LOUNGANI, Prakash. **The Global Unemployment Crisis: Costs, Causes, Cures**. 15 de novembro de 2010. Disponível em: <http://www.theglobalist.com/the-global-unemployment-crisis-costs-causes-cures/>. Acesso em: 5 de abril de 2014.

MATHIEU, C. STERDYNIK, H. **A European Fiscal Framework designed for stability or growth?** 2006. Disponível em: <http://www.metropolis-verlag.de/A-European-fiscal-framework-designed-for-stability-or-growth%3F/10626/book.do>. Acesso em: 2 de Agosto de 2014.

MATHIEU, C. STERDYNIK, H. **Reforming the Stability and Growth Pact**. Maio de 2003. Disponível em: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2003-02.pdf>. Acesso em: 2 de agosto de 2014.

MCCONNELL, Daniel. **Remember how Ireland was ruined by bankers**. 13 de fevereiro de 2011. Disponível em: <http://www.independent.ie/irish-news/remember-how-ireland-was-ruined-by-bankers-26695060.html> Acesso em: 26 de setembro de 2014.

**Moody's Investor Service, Structured Finance Special Report**. Acesso em 18 de novembro de 2013.

**Moody's cuts all Irish banks to junk status**. RTE, 18 de abril de 2011. Disponível em: <http://www.rte.ie/news/business/2011/0418/300007-rating/>. Acesso em: 25 de setembro de 2014.

NEUMANN J. VON. e MORGENSTERN, O. **Theory of Games and Economic Behavior**. Princeton University Press, 1944.

NEWENHAM, Pamela. **Ireland can repay bailout loans early without penalty – IMF**. 12 de Agosto de 2014. Disponível em: <http://www.irishtimes.com/business/economy/ireland-can-repay-bailout-loans-early-without-penalty-imf-1.1894627> Acesso em: 1 de setembro de 2014.

OAKLEY, D. HOPE, K. **Gilt yields rise amid UK debt concerns**. 18 de fevereiro de 2010. Financial Times. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7d25573c-1ccc-11df-8d8e-00144feab49a.html#axzz3JXd1jQBd>. Acesso em: 8 de agosto de 2014.

O'DONOVAN, Donal. **Ireland borrows over €5bn on first day back in bond markets**. Irish Independent, 27 de julho de 2012. Disponível em: <http://www.independent.ie/business/irish/ireland-borrows-over-5bn-on-first-day-back-in-bond-markets-26880212.html> Acesso em: 2 de outubro de 2014.

PALLEY, T. **Monetary Union Stability: The Need for a Government Banker and the Case for a European Public Finance Authority**. Working Paper. Macroeconomic Policy Institute. 2011. Disponível em: [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_2\\_2011.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_2_2011.pdf) Acesso em: 4 de abril de 2014.

PEREZ, Claudi. **Spain formally exits bank bailout program in better shape.** El país, 22 de janeiro de 2014. Disponível em: [http://elpais.com/elpais/2014/01/22/inenglish/1390398651\\_636380.html](http://elpais.com/elpais/2014/01/22/inenglish/1390398651_636380.html). Acesso em: 17 de agosto de 2014.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia.** São Paulo: McGraw-Hill, 1994.  
POP, Valentina. **Germany estimated to have made €9 billion profit out of crisis.** 9 de novembro de 2011. Disponível em: <http://euobserver.com/economic/114231>. Acesso em: 8 de agosto de 2014.

POPKEN, Ben. **Blame The Subprime Meltdown On The Repeal Of Glass-Steagall.** 17 de abril de 2008 Disponível em: <http://consumerist.com/2008/04/17/blame-the-subprime-meltdown-on-the-repeal-of-glass-steagall/>. Acesso em: 5 de maio de 2013.

REILLY, Gavan. **European Commission reduces margin on Irish bailout to zero.** The Journal, 14 de setembro de 2011. Disponível em: <http://businessetc.thejournal.ie/european-commission-reduces-margin-on-irish-bailout-to-zero-226096-Sep2011/> Acesso em: 2 de outubro de 2014.

REILLY, Gavan. **Ireland sells first 10-year government bonds since before bailout.** 13 de março 2013. Disponível em: <http://businessetc.thejournal.ie/ireland-auction-10-year-bonds-830376-Mar2013/> Acesso em: 1 de setembro de 2014.

REINHART, C. M. ROGOFF, K. S. **Banking Crises: An Equal Opportunity menace.** Dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14587>. Acesso em: 8 de agosto de 2014

REINHART, C. M. ROGOFF, K. S. **The Forgotten History of Domestic Debt.** Abril de 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13946>. Acesso em: 8 de agosto de 2014

REINHART, C. M. ROGOFF, K. S. **This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises.** Março de 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13882>. Acesso em: 8 de agosto de 2014.

ROSS, Alice. **Grexit and the euro: an exercise in guesswork.** Financial Times, 14 de maio de 2012. Disponível em: <http://ftalphaville.ft.com/2012/05/14/998631/grexit-and-the-euro-an-exercise-in-guesswork/> Acesso em: 21 de agosto de 2014.

SHAMBAUGH, Jay C. **The Euro's Three Crises.** 2012. Disponível em: [http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a\\_Shambaugh.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_Shambaugh.pdf) Acesso em: 3 de agosto de 2014.

SILLS, Ben. **Spain to Borrow \$267B of Debt Amidst Rescue Pressure.** Bloomberg, 30 de setembro de 2012. Disponível em: <http://www.businessweek.com/news/2012-09-29/spain-plans-267-billion-of-debt-amid-rescue-pressure> Acesso em: 16 de agosto de 2014

SMITH, Helena. **IMF official admits: austerity is harming Greece.** The Guardian (Athens), 1 de fevereiro de 2012. Disponível em:

<http://www.theguardian.com/business/2012/feb/01/imf-austerity-harming-greece> Acesso em: 25 de agosto de 2014.

SMITH, Helena. **Lucas Papademos to lead Greece's interim coalition government.** The Guardian (London), 10 de novembro de 2011. Disponível em: <http://www.theguardian.com/world/2011/nov/10/lucas-papademos-greece-interim-coalition> Acesso em: 25 de agosto de 2014.

SMITH, Helena. **Voters back anti-bailout parties in Greece's local elections.** The Guardian (Athens), 19 de maio de 2014 Disponível em: <http://www.theguardian.com/world/2014/may/18/greek-voters-make-their-disapproval-of-austerity-clear>. Acesso em: 25 de agosto de 2014.

**The European Stability Mechanism.** Maio de 2014. Disponível em: [https://www.coleurope.eu/sites/default/files/uploads/event/2014\\_05\\_05\\_presentation.pdf](https://www.coleurope.eu/sites/default/files/uploads/event/2014_05_05_presentation.pdf) Acesso em: 20 de junho de 2014

**The Financial Sector Adjustment Programme for Spain.** Comissão Europeia, 2012. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp118\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp118_en.pdf) Acesso em: 17 de agosto de 2014.

**The Spanish bail-out: Going to extra time.** The Economist, 16 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.economist.com/node/21556953> Acesso em: 17 de agosto de 2014

TOPLIN, Robert B. **Blame Ronald Reagan For Our Current Economic Crisis.** 8 de setembro de 2008. Disponível em: <http://historynewsnetwork.org/article/53527> Acesso: 19 de novembro de 2013.

TORRICES, Alfonso. **Zapatero y Rajoy pactan reformar la Constitución para limitar el déficit.** 24 de agosto de 2011. Disponível em: <http://www.larioja.com/v/20110824/espana/zapatero-rajoy-pactan-reformar-20110824.html> Acesso em: 16 de agosto de 2014.

TRAYNOR, I. WATT, N. **Spain calls for new tax pact to save euro: Madrid calls for Europe-wide plan but resists 'humiliation' of national bailout.** The Guardian, 6 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.theguardian.com/business/2012/jun/06/spain-euro-finished-fiscal-union> Acesso em: 17 de agosto de 2014.

**Veja o vídeo do debate "O estado a que o Estado chegou.** Diário de Notícias, 17 de janeiro de 2011. Disponível em: [http://www.dn.pt/inicio/portugal/interior.aspx?content\\_id=1754392&page=-1](http://www.dn.pt/inicio/portugal/interior.aspx?content_id=1754392&page=-1) Acesso em: 20 de outubro de 2014.

WATKINS, Thayer. 2008 **The Nature and the Origin of the Subprime Mortgage Crisis** - <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/subprime.htm>. Acesso em: 5 de maio de 2013.

WEHINGER, Gert. **Sovereign Debt Challenges for Banking Systems and Bond Markets.** 2010. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/46795839.pdf> Acesso em: 10 de agosto de 2014.

WEIL, Jonathan. **The EU Smiled While Spain's Banks Cooked the Books**. Bloomberg, 14 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.bloombergtv.com/articles/2012-06-14/the-eu-smiled-while-spain-s-banks-cooked-the-books> Acesso em: 16 de agosto de 2014

WHITTAKER, John. **Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes**. Lancaster University Management School, 2011. Disponível em: <http://eprints.lancs.ac.uk/51935/> Acesso em: 20 de agosto de 2014.

ZIOTIS, C. WEEKS, N. **Greek Bailout Talks Could Take Three Weeks as Bond Repayment Looms in May**. Bloomberg, 20 de abril de 2010. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-20/greek-talks-on-61-billion-aid-may-take-three-weeks-as-bond-payment-looms.html> Acesso em: 25 de agosto de 2014.