

**Caros autores,**

**A avaliação de seu artigo "169238 - Crise bancária na zona do euro, soberania monetária e a crise dos títulos públicos nos PIIGS" indica a necessidade de alguns aprimoramentos (ver os pareceres abaixo). Convidamos o(s) autor(es) a submeter uma nova versão no prazo máximo de 120 dias. Duas observações importantes:**

**a. A nova versão deverá ser inserida no mesmo registro (e não como uma nova submissão). Na guia "Avaliação", no final da página, o campo de nome "Versão do Autor" deverá ser usado para realizar a transferência da versão corrigida.**

**b. Juntamente com a nova versão, deve ser feito o upload de um segundo documento, contendo os comentários às observações dos pareceristas e explicitando as modificações introduzidas. Assim como a nova versão, esse segundo documento será enviado aos pareceristas.**

**Autores:**

Diante do conjunto de sugestões realizado, julgou-se pertinente modificar o título do artigo de “Crise bancária na zona do euro, soberania monetária e a crise dos títulos públicos nos PIIGS” para “Instabilidade financeira na zona do Euro e a crise dos títulos públicos dos GIIPS”. Ao trocar o título, fica mais claro que o artigo não tem a intenção de realizar uma discussão aprofundada sobre a institucionalidade do euro. Dessa forma, o artigo prioriza a discussão sobre a evolução da instabilidade financeira na zona do Euro, mostrando como a institucionalidade do euro (de forma mais ampla, e não mais apenas com o foco na “soberania monetária”) contribuiu para esse processo. Com essas mudanças para incluir as discussões da institucionalidade do euro, mais amplas do que a soberania monetária, as seções 1 e 2 foram mais adequadamente adaptadas aos propósitos do artigo e às sugestões dos pareceristas.

As tabelas 1 e 3 foram melhor adequadas. Ao invés de apresentar a variação do balanço agregado das instituições financeiras monetárias (IFMs) da zona do Euro entre os diferentes períodos contemplados (envolvendo distintos números de meses), excluindo o Eurosistema, optou-se por apresentar a variação média mensal de cada período. Com essa mudança, a comparação entre os diferentes períodos fica mais embasada.

**Ajustes realizados, em detalhes:**

**Avaliador A:**

- i) **O artigo e o tema são interessantes. Algumas falhas e omissões nos levam a solicitar ao autor que realize modificações. A primeira diz respeito ao fato que os "defeitos de concepção" do euro são mais amplos que a falta de soberania monetária dos Estados membros, como apontado desde cedo pelos economistas ditos 'eurocéticos' {ver, por exemplo, Arestis e Sawyer (2001; 2011) e/ou Barthe (2003)}.**

De modo a discutir de forma mais amplas os “defeitos de concepção” do euro, optou-se por modificar o nome e o conteúdo da seção 2 de “As restrições impostas pela ausência de soberania monetária” para “A institucionalidade do Euro e os limites impostos à política econômica”. Com isso, discutiu-se, além do problema referente à soberania monetária (no contexto do artigo, relacionada à impossibilidade de realização de política monetária autônoma por parte dos BCNs), os problemas da institucionalidade do BCE e da inexistência uma instituição fiscal supranacional efetiva. Utilizou-se, adicionalmente, o texto de Arestis e Sawyer (2001; 2011).

Além disso, no início da seção 3, foram resgatados problemas da forma de concepção do euro que contribuíram para a formação dos desequilíbrios no período de crescimento econômico (p 8):

*“A adoção do Euro implicou em uma mesma taxa de juros nominal de referência e na supressão da variação do câmbio nominal dentro do bloco. Em um contexto de taxas de inflação diferenciadas entre os países, isso levou a diferentes taxas reais tanto de juros como de taxas de câmbio reais entre os países membros, ou seja, mudanças de preços relativos em relação aos países que integram a periferia da Eurozona, que de resto já possuem níveis de produtividade inferiores aos países do centro da região. Os GIIPS, ao apresentarem taxas de inflação superiores às taxas verificadas nos países centrais, incorreram em apreciação do câmbio real, o que, juntamente com o menor nível de produtividade relativa, concorreu para reduzir ainda mais sua competitividade em relação aos países do centro da região. Isso porque, dada a importância das relações de comércio intrarregionais para os países da Eurozona, essa alteração de preços relativos em desfavor aos países da periferia da região aprofundou as relações de comércio assimétricas entre os países da periferia e do centro do bloco, tornando os GIIPS mais*

suscetíveis a instabilidade e crises (ARESTIS e SAWYER, 2011; DINIZ e JAIME Jr., 2013; BRESSER-PEREIRA e ROSSI, 2015; OLIVEIRA, WOLF e PALLUDETTO, 2016).”

- ii) Na ótica minskiana, adotada pelo autor, o papel do Big Bank é essencial na crise. **Falta, no artigo, sublinhar que nos tratados de Maastricht, o BCE não é designado explicitamente como prestador de última instância.** Os investidores assumiram que estava implícito que ele agiria como tal, se fosse necessário. O pânico desencadeou-se quando se deram conta que essa expectativa estava longe de corresponder à atuação do BCE. **Á falta de um prestador de última instância, os resgates bancários tiveram de ser realizados com recursos fiscais.**

Essa discussão foi inserida na seção 2, que passou a discutir os problemas da institucionalidade do euro de forma mais ampla. Passou a constar, por exemplo que:

*“O BCE tem como único objetivo a manutenção da estabilidade de preços, não sendo designado, de forma explícita, a atuar como prestador de última instância – na contramão da experiência de outros bancos centrais, mesmo de países desenvolvidos (ARESTIS e SAWYER, 2001, 2011; FARHI, 2014). Trata-se de uma orientação que conflita abruptamente com a proposta de Minsky (1982; 1986) a respeito da atuação não apenas recomendável, mas, sim, necessária, de um banco central em períodos de crise: assumir as funções de prestador de última instância e formador de preços de mercado (market maker). Essa forma de estruturação do BCE decorreu tanto da posição conservadora alemã quanto da teoria econômica que legitimou a estruturação do bloco do Euro.*

*As raízes do conservadorismo da Alemanha na gestão da política monetária certamente se encontram nos problemas enfrentados pelo país ao longo da década de 1920, com a hiperinflação e suas consequências. A Alemanha do pós-Segunda Guerra Mundial passou a ter uma preocupação central com a estabilidade de preços, subordinando todas as demais políticas e funções do banco central – incluindo a de prestador de última instância – a esse objetivo. Devido ao seu papel de liderança no bloco, consolidado ao longo das décadas de 70 e 80, a Alemanha conseguiu impor seu conservadorismo na constituição do BCE. Dessa forma, a estrutura institucional do BCE é muito próxima a uma cópia do Bundesbank, condição necessária para que a Alemanha aceitasse uma instituição supranacional para coordenar a política monetária do bloco do Euro (EICHENGREEN, 2007)” (p 4).*

....

*“Apesar disso, os mercados financeiros assumiram que, caso fosse necessário, o BCE atuaria como prestador de última instância, de sorte a evitar o risco sistêmico e, conseqüentemente, a crise. Por isso, a instabilidade financeira na Eurozona se acentuou quando ficou claro que o BCE não iria atuar dessa forma (FARHI, 2014). Arestis e Sawyer (2001) já discorriam sobre a maior propensão a crises financeiras na zona do Euro, com importância fundamental das incertezas em relação à atuação do BCE, quando necessária.” (p 5).*

....

*“Destarte, quando da deflagração da crise, diante da impossibilidade de o BCE atuar como prestador de última instância, coube aos Tesouros Nacionais a realização dos resgates dos bancos, ocasionando um enorme problema fiscal.” (p 6).*

- iii) Mesmo depois do BCE passar a atuar, em parte, nessa função, o debate continuou com a Alemanha insistindo na atuação mais restrita da autoridade monetária única. Esse pano de fundo me parece essencial para entender a crise dos GIIPS (prefiro essa sigla à de PIIGS, utilizada pelo autor).**

Sobre esse ponto, foi registrado que:

*“A quarta fase, por fim, compreende o intervalo entre julho de 2012 e dezembro de 2013. A partir do segundo semestre de 2012, diante das ações do BCE e das declarações de seu presidente, Mario Draghi, para acalmar os mercados e, dessa forma, atenuar a crise dos títulos públicos nos GIIPS; dos efeitos das operações de mercado aberto de injeção de liquidez no final de 2011 e início de 2012; e das operações de resgate financeiro da Troika para os GIIPS, a intensidade da crise bancária e as possibilidades de contágio da crise dos títulos públicos nos GIIPS para o sistema bancário foram atenuadas. . Não foram, contudo, superadas, diante da relutância da Alemanha em permitir uma atuação mais ampla e, dessa forma, ainda mais incisiva da autoridade monetária única, vale dizer, do BCE. Não evitaram, ademais, a queda do valor dos ativos das IMFs, evidenciada pela variação média negativa de todas as contas do ativo, com exceção apenas da conta dos títulos do governo.”*

Ademais, foi acatada a sugestão do parecerista, trocando PIIGS por GIIPS – de fato, mais pertinente.

**Avaliador B:**

**O artigo trata de um tema atual e relevante, mas necessitaria, ao meu ver, de alguns aperfeiçoamentos tanto de forma como de conteúdo, para ser publicado na Economia e Sociedade. A seguir, são feitas sugestões nesse sentido:**

- i) **Na Introdução há algumas imprecisões, como a menção ao acrônimo PIGS, sem que a data de seu surgimento seja informada.**

O acrônimo foi contextualizado de forma mais adequada e o termo PIIGS foi trocado por GIIPS, a pedido do outro parecerista.

- ii) **A nota 3 apresenta o conceito de soberania monetária, que tem papel central no texto, mas não cita a fonte. Se esse conceito é dos próprios autores, isso precisa ser explicitado e contraposto com pelo menos 1 conceito utilizado na literatura.**

Na página 6, foi inserido o conceito de soberania monetária a partir de Lavoie (2013). O ponto importante, para o presente artigo, foi ressaltar que a impossibilidade de realização de política monetária autônoma por parte dos Bancos Centrais Nacionais dos países da Eurozona contribuiu fortemente para a intensificação da instabilidade financeira dos GIIPS e para as dificuldades para a sua superação.

- iii) **A seção 2 trata das "restrições impostas pela ausência de soberania monetária". Mas, os problemas da área do euro não se limitam a essas restrições, mas também estão associados à institucionalidade do Banco Central Europeu, como ressaltam Arestis and Sawyer. Há também frases confusas, como a seguinte: "(...) já que a importância da relação entre o BCN e o respectivo Tesouro Nacional para a criação de moeda é nula (p. 3).**

O título da seção 2 foi alterado de “As restrições impostas pela ausência de soberania monetária” para “A institucionalidade do Euro e os limites impostos à política econômica”, de forma a inserir a discussão sobre a institucionalidade do BCE.

A frase ““(…) já que a importância da relação entre o BCN e o respectivo Tesouro Nacional para a criação de moeda é nula (p. 3)” foi retirada do texto, pois, de fato, estava confusa.

- iv) **Também não está claro o que é "evolução endógena das condições da crise financeira".**

Em relação a esse assunto, foi inserido, na introdução, um parágrafo aprofundando e explicando o que se entender por “evolução endógena das condições da crise financeira” (p. 2):

Como estava na versão anterior (p. 2):

*“...é característico das economias capitalistas contemporâneas na globalização financeira, a saber, sistemas financeiros cada vez mais interconectados e liberalizados, condição que potencializa o efeito contágio e o processamento endógeno da crise financeira<sup>1</sup> ao longo do período de crescimento econômico e otimismo<sup>2</sup>.”*

Como ficou na versão atual (p. 2):

*“...é característico das economias capitalistas contemporâneas sob a égide da globalização financeira, a saber, sistemas financeiros cada vez mais interconectados, desregulados e liberalizados, condições que potencializam os efeitos desestabilizadores inerentes a um sistema monetário internacional baseado em moedas nacionais e, conseqüentemente, tornam mais frequentes fenômenos de sudden stops, de efeito contágio e os episódios de crises financeiras<sup>3</sup>. Na perspectiva Minskiana aqui adotada, as crises financeiras são processadas endogenamente, ao longo das fases de expansão dos negócios, na medida em que a expansão dos negócios vai induzindo a uma deterioração*

---

<sup>1</sup> Crises financeiras são definidas como: “qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas” (Prates, 2002, p.3).

<sup>2</sup> Ver Minsky (1982; 1986).

<sup>3</sup> Crises financeiras são definidas como: “qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas” (Prates, 2002, p.3).

*das margens de segurança<sup>4</sup> dos atores econômicos, tornando a estrutura financeira subjacente às economias capitalistas mais suscetível a processos de fragilização. O que se está procurando destacar é que a existência de mercados financeiros mais interconectados, desregulados e liberalizados concorre no sentido de potencializar os episódios de instabilidade e crises, uma vez que a possibilidade de reversões das condições de financiamento e refinanciamento do sistema se tornam cada vez mais possíveis e frequentes, podendo decorrer de movimentos especulativos ou de estratégias de recomposição dos portfólios por parte dos detentores de riqueza.”*

- v) **Na seção 3, não é considerado na análise uma questão essencial para entender a crise do euro: as diferenças nas taxas reais de juros e de cambio, associadas aos diferenciais de inflação.**

Foram inseridas, no início da seção 3, ponderações em relação a essas questões (p 8):

*“A adoção do Euro implicou em uma mesma taxa de juros nominal de referência e na supressão da variação do câmbio nominal dentro do bloco. Em um contexto de taxas de inflação diferenciadas entre os países, isso levou a diferentes taxas reais tanto de juros como de taxas de câmbio reais entre os países membros, ou seja, mudanças de preços relativos em relação aos países que integram a periferia da Eurozona, que de resto já possuem níveis de produtividade inferiores aos países do centro da região. Os GIIPS, ao apresentarem taxas de inflação superiores às taxas verificadas nos países centrais, incorreram em apreciação do câmbio real, o que, juntamente com o menor nível de produtividade relativa, concorreu para reduzir ainda mais sua competitividade em relação aos países do centro da região. Isso porque, dada a importância das relações de comércio intrarregionais para os países da Eurozona, essa alteração de preços relativos em desfavor aos países da periferia da região aprofundou as relações de comércio assimétricas entre os países da periferia e do centro do bloco, tornando os GIIPS mais suscetíveis a instabilidade e crises (ARESTIS e SAWYER, 2011; DINIZ e JAIME Jr., 2013; BRESSER-PEREIRA e ROSSI, 2015; OLIVEIRA, WOLF e PALLUDETO, 2016).”*

---

<sup>4</sup> As margens de segurança correspondem à diferença entre o fluxo esperado de rendimentos de um dado investimento e fluxo de pagamentos em moeda decorrente do financiamento obtido para realizar o investimento. Sobre a centralidade desse conceito na teoria da instabilidade de Minsky, ver Kregel (1997).

- vi) **Também não ficou claro para mim a relação entre a convergência das taxas de juros dos títulos públicos e dos empréstimos bancários (pg. 6). No texto, da forma que está escrito, a relação de causalidade vai das taxas desses empréstimos para as taxas dos títulos públicos, é isso mesmo que os autores querem dizer?**

O intuito foi apontar que a causalidade vai da queda da taxa de juros dos títulos públicos para o estímulo aos empréstimos bancários em condições mais atrativas, nos países periféricos da zona do Euro.

Como estava na versão anterior (p. 7):

*“Com a constituição da zona do euro, em 1999, ocorreu uma rápida convergência das taxas de juros nominais dos títulos públicos de longo prazo dos PIIGS e dos países do norte da Europa. As taxas de juros dos PIIGS convergiram para o nível das taxas de juros dos países desenvolvidos da região, em especial da Alemanha, padrão de referência dos rendimentos dos títulos para a zona do euro. Em termos práticos, esse processo concedeu aos PIIGS a vantagem da emissão de dívidas a partir de uma moeda em comum com os países centrais, em condições bastante atrativas (BELLUZZO, 2013; OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012).*

*Isso ocorreu, em parte, por causa da convenção otimista criada de que a concessão de créditos para outros países internamente à zona do euro teria características similares aos empréstimos domésticos (FLASSBECK e LAPAVITSAS, 2013), percepção esta, vale registrar, que se mostraria equivocada com a deflagração da crise. Com a criação do euro, pela primeira vez na história, passou-se a acreditar que existiria um verdadeiro mercado de capitais na Europa e, mais especificamente, na eurozona, intensificando os fluxos de capitais entre os países. De fato, a eliminação das barreiras entre os mercados de capitais nacionais e a redução das taxas de juros desencadearam um forte afluxo de capitais dos países centrais da Europa para os PIIGS no período anterior à crise, como pode ser visto no Gráfico 1, intensificando a integração financeira do bloco.”*

Como ficou na versão atual (p 8 e 9):

*“Com a constituição da zona do Euro, em 1999, ocorreu uma rápida convergência entre as taxas de juros nominais dos títulos públicos de longo prazo dos GIIPS e as taxas dos países centrais da Eurozona. As taxas de juros dos GIIPS convergiram para o nível das taxas de juros da Alemanha, padrão de referência dos rendimentos dos títulos*

*públicos para a zona do Euro. Isso ocorreu devido à convenção criada de que, ao se adotar a mesma moeda, os títulos públicos dos países membros teriam características similares – percepção esta, vale registrar, que se mostrou equivocada com a deflagração da crise. Em termos práticos, esse processo concedeu aos GIIPS – tanto para o setor público quanto para o privado – a vantagem da emissão de dívidas a partir de uma moeda comum, em condições bastante atrativas, durante o período de bonança (BELLUZZO, 2013; OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012).*

*Com a criação do Euro, pela primeira vez na história, passou-se a acreditar que existiria um verdadeiro mercado de capitais na Europa e, mais especificamente, na Eurozona, intensificando os fluxos de capitais entre os países. De fato, a adoção da moeda única, a eliminação das barreiras entre os mercados de capitais nacionais e o processo de convergência das taxas de juros do longo do período de bonança desencadearam um forte afluxo de capitais dos países centrais da Europa para os GIIPS antes do início da crise, como pode ser visto no Gráfico 1, movimento este que intensificou a integração financeira do bloco. Isso, entretanto, ao longo do período de expansão, criou as possibilidades da crise bancária na região (EEAG, 2011), o que se tornou evidente a partir de 2007-2008, com a reversão dos fluxos de capitais.”*

- vii) **A frase seguinte está confusa: "Parcela da aquisição desses ativos externos ocorreu tanto nos EUA como nos PIIGS, criando as condições para a crise, ao atuar diretamente na conformação da crise do subprime nos EUA, de contágio para a zona do euro e de reversão das posições de ativos externos que detinham nos PIIGS"(p. 7). Em relação a essas posições, os autores poderiam utilizar os textos do Borio (BIS), que discutem detalhadamente esse tema.**

A frase foi retirada do texto, pois, de fato, estava confusa e não era central para o argumento desenvolvido no artigo. Buscou-se, apenas, ressaltar a existência e a importância dessa interconexão. A explicação ficou da seguinte forma (p 11):

*“Mas antes de discutir o período de turbulências nos mercados financeiros internacionais, a partir de 2007, é importante assinalar que, ao contrário do que argumentavam as autoridades europeias, o próprio comportamento do sistema bancário europeu foi essencial para a eclosão da crise do subprime dos EUA, haja vista as relevantes posições ativas dos grandes bancos europeus no Shadow Banking*

*System<sup>5</sup> americano, financiadas por fundos monetários atacadistas daquele país. Dessa forma, os efeitos da crise financeira global sobre a Europa, com epicentro nos EUA, não podem ser considerados como simples choques externos, diante da interconectividade entre os grandes bancos europeus e o Shadow Banking System americano (BIBOW, 2012; BORIO e DISYATAT, 2012; SHIN, 2012).”*

- viii) **Senti falta de alguns textos importantes na literatura utilizada, como os artigos de Arestis e Sawyer e J., Priewe. Também sugiro a leitura do artigo da profa. Maryse Farhi, publicado na REP, que discute a crise do euro e a relação BCB e Tesouro.**

Os seguintes artigos desses autores foram incluídos:

ARESTIS, P.; SAWYER, M. The design faults of the economic and monetary union. *Journal of Contemporary Economic Studies*, v.19, n.1, p.21-32, mar.2011.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Will the Euro Bring Economic Crisis to Europe? Levy Institute, n. 322, 2001.

FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro-Banco Central. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.34, n.3, p.396-412, jul./set.2014.

PRIEWE, J. European Imbalances and the Crisis of the European Monetary Union. In: HERR, Hansjörg; NIECHOJ, Torsten; THOMASBERGER, Claus; TRUGER, Achim; VAN TREECK, Till (eds.). *From crisis to growth? The challenge of debt and imbalances*. Metropolis: Marburg, 2012

- ix) **O artigo precisa de uma revisão de português, além das frases citadas, há outros trechos confusos.**

Foi realizada a revisão indicada, de fato, necessária.

---

<sup>5</sup> Conjunto de atores que possuem empréstimos alavancados sem acesso a seguros de depósitos e aos recursos do Banco Central, ou seja, instituições não-bancárias que funcionavam como bancos, realizando operações ativas de longo prazo a partir de operações passivas de curto prazo. Sobre o *Shadow Banking System*, ver Prates e Farhi (2015) e Cintra e Farhi (2008).

## **Considerações finais**

Os autores buscaram atender, da forma mais adequada, todas as sugestões dos pareceristas, as quais consideramos altamente pertinentes e que tornaram o artigo bem melhor.

Por isso, fizemos questão de registrar os agradecimentos em nota de rodapé do artigo.