

GABRIEL VILELA RESENDE FREITAS

11411ECO021

UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DA DÍVIDA SOBERANA GREGA NO
PERÍODO 1995-2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA e RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Dezembro de 2017

GABRIEL VILELA RESENDE FREITAS

11411ECO021

UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DA DÍVIDA SOBERANA GREGA NO
PERÍODO 1995-2015

Artigo apresentado ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Profa. Dra. Thaís Alves Guimarães.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

GABRIEL VILELA RESENDE FREITAS

11411ECO021

UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DA DÍVIDA SOBERANA GREGA NO
PERÍODO 1995-2015

Artigo apresentado ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 07 de dezembro de 2017

Profa. Dra. Thaís Alves Guimarães

Prof. Dr. Flávio Vilela Vieira

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

AGRADECIMENTOS

Eu gostaria de dedicar o agradecimento pela oportunidade de finalizar esse trabalho à todas as pessoas que estiveram ao meu lado e que tornaram isso possível. Minha família pelo suporte, minha namorada pela compreensão e paciência e, finalmente, minha orientadora por fazer não somente o papel de orientação, como de conselheira e amiga. Muito obrigado a todos vocês, essa monografia é resultado do nosso trabalho em equipe.

RESUMO

Dado a crise do *subprime* e a própria crise europeia, o objetivo do artigo está em avaliar o comportamento da Dívida do Governo Central Grego a partir do seu endividamento no período 1995 a 2015. A questão está em analisar como a entrada da Grécia na Zona do Euro afetou o crescimento da Dívida do Governo Central Grego. A hipótese inicial é de que a entrada de capitais destinados a empréstimos para consumo e mercado imobiliário levou a um aumento da dívida privada que, associada ao processo de securitização das dívidas públicas, levou à crise da dívida soberana e, nesse caso, a Grécia é um país que, de fato, ajudou a intensificar o crescimento da dívida soberana da União Econômica Europeia. Os resultados obtidos mostram que o aumento da dívida grega está ligado à redução da taxa de juros real, piora do resultado primário, redução do crescimento do PIB, desvalorização da taxa real de câmbio e piora do resultado da balança de conta corrente.

Palavras-chave: Dívida do Governo Central Grego; Crise da dívida soberana; Zona do Euro.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMO.....	Áreas Monetárias Ótimas
BCE	Banco Central Europeu
CECA	Comunidade Económica do Carvão e Aço
CEE.....	Comunidade Económica Europeia
Euratom	Comunidade Europeia de Energia Atômica
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SME.....	Sistema Monetário Europeu
EU.....	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
UME	União Monetária Europeia

LSITA DE TABELAS E GRÁFICOS

Quadro 1: Variáveis explicativas da Dívida do Governo Central	20
Tabela 1: Estatísticas Descritivas – Grécia e Zona do Euro (2001-2015).....	21
Tabela 2: Estimação do modelo com a variável dependente Dívida do Governo Central - MQO.....	24
Gráfico 1: Resultado Primário – Grécia e Zona do Euro	33
Gráfico 2: Balança de Conta Corrente – Grécia	33
Gráfico 3: Crescimento real do PIB: Grécia e Zona do Euro (% ao ano)	34
Gráfico 4: Taxa de variação do IPC Grécia e Zona do Euro (% ao ano)	34
Gráfico 5: Índice de taxa de câmbio real Grécia (1995-2015)	35
Gráfico 6: Dívida do Governo Central da Grécia (% do PIB)	35

SUMÁRIO

1. Introdução	9
2. Formação histórica da União Europeia: análise e consequências da moeda única	10
2.1. O caminho para a moeda única	12
2.2. Entrada da Grécia e adoção do regime de câmbio fixo	14
2.3. Fluxos de capitais centro-periferia e endividamento público	15
3. Metodologia e Dados	18
3.1. Estatística Descritiva	19
3.2. O Modelo: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).....	22
3.3. Interpretando os Resultados Econométricos.....	23
4. Considerações Finais	26
5. Referências Bibliográficas	27
6. Apêndice	30

1. Introdução

Desde a sua formação, no pós-Segunda Guerra Mundial, uma das metas da União Econômica Europeia (UEE) está em unificar a Europa para alcançar objetivos comuns, que se estendem desde a paz entre as regiões e a reconstrução dos territórios devastados, até a sustentação, de cunho econômico e geopolítico, que a própria integração deve seguir para se manter como tal: União Econômica.

De acordo com Alves (2014), a UEE é fruto de um sentimento de busca por autonomia e força própria, que se traduziu nas flutuações atreladas das taxas de câmbio para facilitar o comércio, como a *snake in the tunnel* e o Sistema Monetário Europeu (SME) e, mais tarde, se concretizou na primeira União Econômica e Monetária (UEM) do mundo pós-moderno, a Zona do Euro.

Segundo dados do Banco Mundial, a Zona do Euro, que hoje conta com 19 países¹, tinha, até 2015, o segundo maior PIB do mundo (em dólares correntes), atrás apenas dos EUA, o que evidencia, de certa maneira, tanto o poder econômico alcançado por tal integração como espelha uma melhor competitividade no cenário mundial, se tornando um *player* com uma moeda forte.

Entretanto, a partir da crise do *subprime* e da própria crise europeia, o crescimento econômico da Zona do Euro é questionado, uma vez que se verifica desaceleração econômica crescente e aumento do endividamento público. Assim, há uma significativa inquietação, entre os agentes econômicos, quanto à solvência da dívida soberana europeia.

Posto isso, dado a crise do *subprime* e a própria crise europeia, o objetivo do artigo está em avaliar o comportamento da Dívida do Governo Central Grego a partir do seu endividamento no período 1995 a 2015.

Convém ressaltar que o intervalo temporal selecionado é de 21 anos e se inicia em 1995, uma vez que o Plano Delors foi ratificado somente em 1993, mas o momento em que as variáveis macroeconômicas começam a se ajustar (entre os países) é 1995. Ademais, a análise empírica se estende até 2015, que é o último ano de disponibilidade de dados do *World Development Indicators* (WDI).

A hipótese inicial é de que a entrada de capitais destinados a empréstimos para consumo e mercado imobiliário levou a um aumento da dívida privada que, associada ao processo de securitização das dívidas públicas, levou à crise da dívida soberana grega e um

¹ Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos e Portugal (Comissão Europeia, 2016).

aumento sem precedentes na dívida do governo central, visto que este país não tem controle direto sobre sua liquidez (o euro)

A importância do artigo está em compreender a União Europeia como um processo pioneiro no cumprimento de suas ambições, ou seja, a integração é uma oportunidade de se discutir o comportamento de economias em distintos estágios de desenvolvimento ao se integrarem financeira e monetariamente. Mais ainda, compreender os impactos da moeda única em suas economias e como a teoria econômica vigente explica tanto os efeitos benéficos quanto os adversos de tal integração. O foco do trabalho na Grécia está justamente em analisar um país relativamente menos competitivo, cuja estrutura tributária é regressiva e os gastos governamentais são altamente improdutivos e, nessa perspectiva, entender como o euro impactou no crescimento de sua dívida pública que eventualmente levou à crise de dívida soberana.

Para se ter uma ideia mais robusta do comportamento da dívida do governo central grega, optou-se pelo estudo empírico (além da revisão da literatura pertinente) utilizando-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Compondo o modelo estão a dívida como variável dependente e o resultado da Balança de Conta Corrente, o resultado primário, a taxa de câmbio real efetiva a preços constantes de 2010, a taxa de juros real e a taxa de crescimento do PIB (em termos reais). Na seção onde está explicada a metodologia empírica, a obtenção e cálculo dessas variáveis será explicitada mais detalhadamente.

O artigo está estruturado em três seções, além da introdução. A segunda seção contém a formação histórica da União Europeia, com foco no contexto de como os países foram se estabelecendo, o objetivo da integração, entre outros. Na terceira seção, são apresentadas as metodologias estatísticas e econométricas utilizadas para analisar as variáveis escolhidas a partir da literatura. Ademais, são discutidos os resultados econométricos obtidos pelo modelo proposto. Por fim, a última seção apresenta as considerações finais, seguida das referências bibliográficas e o apêndice.

2. Formação histórica da UE: análise e características da moeda única

A formação histórica da União Europeia e a evolução do seu processo de integração acarretaram divergências entre os países integrantes no que concerne os indicadores macroeconômicos, como competitividade e nível de emprego. Desse modo, a aplicação de uma política econômica única feriu principalmente a economia de países periféricos (Itália, Espanha, Portugal, Grécia e Irlanda). Não obstante, a crise do bloco econômico deve ser

estudada a partir do ponto de vista de sua formação histórica, destacando a vulnerabilidade da dívida pública/PIB.

De acordo com Fontaine (2012), a Europa está dividida em dois níveis de países, os do norte/centrais, formados pela Alemanha, Bélgica, Finlândia, Holanda, Eslováquia e Eslovênia, que seguem políticas macroeconômicas semelhantes, e os do sul/periféricos, que são Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha (PIIGS).

As diferenças entre esses dois grupos de países se dão, fundamentalmente, por seus níveis de desenvolvimento e de competitividade internacional, bem como distinções de políticas e variáveis macroeconômicas, como as políticas de salário, os níveis de inflação e taxas de juros reais após a introdução da moeda única em 2001 (Fontaine, 2012).

Como países menos desenvolvidos tendem a ter a economia baseada em produtos primários, cujos preços oscilam bastante e/ou dependem de fenômenos imprevisíveis ou de difícil previsão, é de se esperar que eles vivenciem taxas de inflação mais altas; também, é de se esperar que tais países promovam políticas de austeridade a fim de diminuir a pressão inflacionária e alcançar certa estabilidade de preços. Porém, não é isso que se verifica, isto é, são os países centrais/norte que promovem esse tipo de política. Mais especificamente, essa conduta de redução de salários e gastos públicos, enquanto os países periféricos fazem o contrário, tem um caráter não cooperativo e prejudicial, o que contribui para o afastamento e o crescimento de divergências macroeconômicas dentro do bloco (Fontaine, 2012).

Segundo Artus (2009), há uma tendência de diminuição de salários por parte dos países centrais e aumento de salários por parte de países periféricos. Como a taxa de juros nominal tendeu a um ponto de convergência em relação a taxa de juros alemã (como será discutido mais adiante), as diferenças de inflação entre esses países causaram disparidades de taxa de juros real.

De acordo com Fontaine (2012), as taxas de inflação e de salários altas nos países periféricos (que tentaram garantir seu crescimento por meio da demanda doméstica guiada pelo aumento salarial) afastaram ainda mais esses países dos centrais em termos de competitividade. Ou seja, tem-se um cenário no qual a taxa de juros real é menor nos países menos desenvolvidos, a taxa de crescimento é mais elevada, devido aos salários altos e a grande oferta de crédito culminaram em altas taxas de inflação em países como Portugal, Espanha e Grécia, a partir de 2003.

Dessa forma, as subseções que seguem tratarão mais especificamente do início da formação da UE como bloco e os encaminhamentos para a criação de uma UEM, após isso,

será explorada especificamente a entrada da Grécia na união e, por fim, serão tratados os fluxos de capitais que levaram ao endividamento.

2.1. O caminho para a moeda única

A proposta de unificação europeia surge logo após a Segunda Guerra Mundial, em um esforço dos países envolvidos em eliminar os conflitos em território europeu e reconstruir as nações devastadas. Acreditava-se que a estabilidade nas relações evitasse o surgimento de novos conflitos bélicos, evitando, dessa forma, o desgaste dos países envolvidos (Naime, 2005).

Em 1951, os países do Benelux (composto por Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo), juntamente com Alemanha Ocidental, França e Itália uniram-se para formar a Comunidade Econômica do Carvão e Aço (CECA), que tinha como objetivo garantir e gerenciar as reservas de carvão e aço, insumos importantes para o desenvolvimento da indústria na época. Mais adiante, em 1957, os mesmos seis países assinaram o Tratado de Roma, introduzindo a criação de novos órgãos supranacionais: Comunidade Europeia de Energia Atômica (Euratom) e Comunidade Econômica Europeia (CEE) – também conhecida como Comunidade Europeia. (Naime, 2005).

A Comunidade Europeia é o primeiro passo rumo à criação de um mercado comum, que firmava a eliminação das restrições comerciais e taxas externas comuns entre os membros. Nesse sentido, observa-se a aparição de instituições supranacionais, que teriam a capacidade de tomar as decisões em nome dos membros sem estarem diretamente relacionadas a nenhum deles. Com o passar do tempo, novas barreiras, como a circulação de capital e trabalho foram também sendo derrubadas. (Naime, 2005).

Em 1969, houve em Haia a reunião de líderes europeus que marcou o início da Unificação Monetária Europeia. Nesse contexto, Pierre Werner, primeiro-ministro e ministro das finanças de Luxemburgo, foi indicado para esboçar um plano para eliminação dos movimentos intra-europeus de taxas de câmbio (Krugman & Obstfeld, 2005).

O grupo Werner enviou seu plano final em outubro de 1970. Tal plano era composto por um processo de três estágios para alcançar a União Econômica e Monetária em 10 anos. Os objetivos foram: fixação permanente da taxa de câmbio, o livre movimento de capital e de trabalho e moedas conversíveis. Para esse fim, o Plano pedia a coordenação próxima de políticas econômicas, taxas de juros e gerenciamento de reservas acordados entre a

Comunidade e a discussão de estruturas para políticas orçamentárias (Krugman & Obstfeld, 2005).

Criou-se, portanto, uma flutuação conjunta da taxa de câmbio, conhecida como “*snake in the tunnel*”², que foi um mecanismo de flutuação das taxas de câmbio dos países europeus dentro de certos limites contra o dólar. Porém, com a crise do petróleo, em 1973, a fragilidade do dólar e a divergência de políticas, muitos membros saíram dessa flutuação informal, exceto Alemanha, Dinamarca, Bélgica, Luxemburgo e Holanda (Krugman & Obstfeld, 2005).

Em 1979, foi fundado o Sistema Monetário Europeu (SME), com a participação dos países membros (com exceção da libra esterlina). Basicamente, esse Sistema era uma rede formal de taxas de câmbio mutuamente atreladas, cujo objetivo estava em continuar a flutuação conjunta informal (conhecida como “*snake in the tunnel*”) contra o dólar das moedas da Alemanha, Holanda, Bélgica e Luxemburgo (Krugman & Obstfeld, 2005; Ribarczyk, 2012).

Conforme Krugman & Obstfeld, (2005), o SME foi construído sobre o conceito de taxas de câmbio estáveis, porém ajustáveis em relação à recém-criada Unidade Monetária Europeia (que seria uma cesta baseada na média ponderada das moedas do SME). Dentro do Sistema Monetário Europeu, as taxas de câmbio seriam controladas dentro de bandas de $\pm 2,25\%$ das taxas centrais (à libra foi permitida uma flutuação de $\pm 6\%$).

O objetivo do SME está em reduzir a instabilidade das taxas de câmbio, uma vez que a volatilidade era vista como danosa tanto para o comércio quanto para o investimento e o crescimento econômico. Contudo, sua criação também foi influenciada por um consenso entre os Estados-Membros de que o controle e a redução da inflação deveriam se tornar uma prioridade econômica. Além disso, como a taxa de câmbio só poderia ser decidida perante acordo conjunto dos membros, isso significou uma perda sem precedentes de autonomia monetária (Krugman & Obstfeld, 2005).

O SME provou-se um sucesso. A volatilidade das taxas de câmbio de curto prazo entre os membros foi significativamente reduzida graças a uma mistura de inflações convergentes e gerenciamento das taxas de juros. Esse aspecto foi importante para que houvesse confiança para se assinar o Tratado da União Europeia, em Maastricht, conhecido como o Tratado de Maastricht, que definia regras e passos para a criação de uma União Econômica e Monetária (Krugman & Obstfeld, 2005).

² Conforme a Comissão Europeia (2016), a tradução “cobra no túnel” é uma metáfora, sendo a cobra equivalente à taxa de câmbio e, o túnel, aos limites da moeda em relação ao dólar.

O Plano Delors (que deu início à meta de tornar a UE uma União Econômica e Monetária) consistia em metas para a União Monetária Europeia, as quais foram divididas em três estágios. No primeiro, instituía-se o mercado interno aberto, a coordenação de políticas econômicas, o controle sobre as taxas de câmbio e a elaboração de um tratado de União Monetária. Segundo Krugman & Obstfeld, (2005), com o Ato Único Europeu, cujo objetivo era criar um mercado único europeu, deu-se por cumprida a primeira etapa do plano.

A segunda parte do Plano seria estabelecer um Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), que teria como função a tomada de decisões monetárias, transferindo-as dos Bancos Centrais individuais para o Sistema Europeu de Bancos Centrais. A última etapa representou a completa integração monetária, que constituiu a fixação das paridades cambiais e a transferência total de controle da política monetária para o SEBC. O Plano Delors foi explicitado no Tratado de Maastricht, assinado em 1991 e ratificado em 1993 (Ribarczyk, 2012).

Por fim, em 1999, a terceira etapa do Plano Delors introduziu a moeda oficial do bloco, o euro, fixando as taxas de juros e de câmbio permanentemente entre os países participantes da União Monetária Europeia (Krugman & Obstfeld, 2005). Desse modo, formava-se a chamada Zona do Euro, composta por: Portugal, Espanha, França, Bélgica, Luxemburgo, Alemanha, Irlanda, Áustria, Eslovênia, Itália, Estônia, Letônia, Lituânia, Holanda, Eslováquia, Finlândia e Grécia. Conforme a Comissão Europeia (2016), a Dinamarca e o Reino Unido³ optaram por aplicar as políticas da UEM, porém, sem a adoção do Euro como moeda. Além disso, existem países membros que ainda não adotaram o Euro. São eles: Suíça, Polônia, República Tcheca, Hungria, Romênia, Bulgária e Croácia.

2.2. Entrada da Grécia e adoção do regime de câmbio fixo

O primeiro pedido de entrada da Grécia na Comunidade ocorreu em 1962. De acordo com Lessa (2003), em si só, esse fato é uma inovação, visto que o regime da CE não se aplicava a um país eminentemente agrário, tal como a Grécia, além de que a nação se encontrava fora do arco cultural da Europa Ocidental. Não obstante, o processo de adesão foi adiado devido ao governo autoritário que se encontrava no poder grego entre os anos de 1967 e 1974. Em 1976, a Grécia propõe um novo pedido de entrada – depois de restaurada sua democracia – que seria aceito em 1981. (Lessa, 2003).

³ Embora já tenha declarado sua intenção de sair, até a apresentação desse trabalho o Reino Unido ainda é considerado membro da UE com seus direitos e obrigações.

A entrada e contínua integração grega no processo de formação do bloco econômico trouxeram algumas preocupações, principalmente no que concerne a adoção da moeda única em uma União Econômica e Monetária. Como destacado na teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), o ingresso em qualquer integração monetária sem que haja um comércio previamente aquecido com a região ou circulação facilitada de fatores, traz riscos relacionados à estabilidade econômica (De Grauwe, 2013; Krugman & Obstfeld, 2005; Alves, 2014).

O regime de câmbio fixo implica que, devido à paridade descoberta da taxa de juros, a mesma se ajusta para que o câmbio se mantenha fixo, o que significa perda de autonomia da política monetária. Nesse sentido, as economias que adotam uma moeda única (aqui vista como um regime de câmbio fixo entre os vários países) abrem mão de sua autonomia das políticas monetária e cambial. Em outras palavras, o câmbio é definido pelas forças de mercado e a oferta de moeda é definida por um Banco Central supranacional (Sarriera *et al.*, 2008; De Grauwe, 2013).

Conforme De Grauwe (2013), um país emergente, tal como a Grécia – quando considerados os padrões econômicos da União Monetária Europeia (UME) – é passível de sofrer com a incerteza do mercado financeiro quanto às aplicações em euros nessa economia. Os fluxos de capitais especulativos em uma economia mais frágil podem levar a um aumento da relação dívida pública/PIB, o que mais tarde se verificará em problemas de solvência do governo (De Grauwe, 2013).

2.3. Fluxos de capitais centro-periferia e endividamento público

A integração monetária e financeira, embora tenha trazido efeitos visíveis na convergência das variáveis macroeconômicas, tais como inflação e taxa de juros, engatilhou fluxos de capitais cuja orientação ocorreu dos países núcleo/centro⁴ em direção aos países periféricos⁵. A esse respeito, segundo Lin & Treichel, (2012), o estudo da Grécia demonstra que ela foi um país que recebeu grandes fluxos de capitais em forma de crédito e empréstimos bancários. Tais capitais foram responsáveis pelo financiamento do consumo, causado tanto pelo aumento dos salários como pelo *boom* imobiliário.

⁴ Aqui definidos como as economias mais fortes da UE, principalmente a Alemanha.

⁵ Definidos aqui como os PIIGS, isto é, Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, com enfoque no caso da Grécia

O aumento dos salários gregos, ligados às políticas de bem-estar social, fez com que a demanda por produtos importados nesse país aumentasse. Entre 2001 e 2011, os salários aumentaram em 33% na Grécia, enquanto que, na Alemanha, o aumento foi de 0,9%. Esse aumento nos salários foi em grande medida devido aos aumentos de salários do setor público que depois fez com que os salários do setor privado aumentassem (Lin & Treichel, 2012).

A falta de coordenação salarial é um problema quando se trata de uma integração econômica tal como a UME. Como descrito pela teoria das AMO, os países superavitários devem acomodar o aumento da demanda pelos seus produtos por meio da permissão de uma alta dos seus preços (Mundel, 1961) – exatamente o que a Alemanha não fez.

De acordo com Lin & Treichel (2012), os aumentos salariais gregos acompanhados pela explosão de crédito (facilitada pela baixa da taxa de juros pós-integração) levaram a dívida pública a aumentar seu patamar e a única razão pela qual sua solvência ainda não teria sido afetada até 2011 eram as taxas de juros extremamente baixas.

Não obstante, o aumento dos salários e a elevação dos gastos públicos levaram, nos países periféricos, a um grande aumento da demanda agregada. Esse aumento foi financiado pelo crédito internacional, o que impulsionou a inflação doméstica Grega a aumentar acima da média da UME. A decorrente apreciação da taxa de câmbio real fez com que a competitividade do país fosse ainda mais erodida, resultando em um crescente déficit em sua conta corrente (Lin & Treichel, 2012).

Uma boa previsão para uma crise bancária está na análise das elevações nos níveis de crédito doméstico (Fagan & Gaspar, 2007). A entrada de países como Grécia, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal – aqui referidos como periféricos – traz consigo um fator importante de ser analisado: a facilidade de crédito e financiamento. O aspecto mais evidente de tal ajustamento está na convergência das taxas de juros – tanto de longo quanto de curto prazo – a níveis mais parecidos com os da Alemanha e outros países centrais. É importante compreender que a participação desses países periféricos configura um acesso mais fácil aos mercados financeiros internacionais, que também está relacionado ao processo de liberalização financeira resultante de uma integração monetária tal como a europeia (Fagan & Gaspar, 2007).

O aumento da inflação, que levou a uma apreciação da taxa de câmbio real grega, culminando em uma elevação do déficit em conta corrente, poderia ter sido um fator interessante tanto pela realocação de recursos, quanto pelo nivelamento do consumo doméstico deste país em relação aos centrais, no sentido de que a renda doméstica futura tenderia a sofrer um aumento com a integração monetária. Entretanto, os influxos de capitais,

ao invés de servirem de combustível para o investimento em capital, que acabaria por impulsionar a produtividade futura, foram quase completamente destinados ao consumo e ao crédito imobiliário, o que resultou em um risco macroeconômico da integração monetária (Lane, 2012).

Assim, a abundância de fluxos de capital, custos de empréstimos muito menores, fácil acesso à liquidez e aumentos salariais, levou a uma falsa sensação de prosperidade em um ambiente de baixo risco. Esse fenômeno, porém, foi puramente monetário e a introdução do euro não fez nada além de aumentar a absorção de capitais financeiros dos países centrais pelos periféricos, daí a expressão “falsa prosperidade” utilizada por Lin e Treichel (2012). “Falsa, pois, o aumento da renda não reflete aumento de produtividade nem melhora do ambiente de negócios que traria bases para o crescimento sustentável de longo prazo dos países periféricos. A introdução do euro exacerbou a falta de competitividade que já estava presente na lógica europeia mesmo antes da moeda única”. (Lin & Treichel, pág. 11, 2012).

O endividamento do setor privado e a redução dos níveis de poupança das famílias devido ao crédito a juros baixos pode ser um fator antecessor de um crescimento dos níveis de endividamento público em uma situação na qual o governo doméstico não tem controle da liquidez (o euro é emitido pelo Banco Central Europeu), e isso é um problema relacionado à capacidade de solvência da dívida soberana. De acordo com De Grauwe (2013), a análise dos fluxos de capital revela uma importante dinâmica destrutiva de uma união monetária: os países participantes são muito suscetíveis aos movimentos de liquidez, o que pode, eventualmente, encadear crises de liquidez e solvência.

A percepção de risco dos mercados com relação a países cuja emissão de moeda não é soberana, como os da UEM, é diferente de quando os países têm controle sobre sua liquidez. Esse risco aumenta ainda mais dentro dos próprios países da União Monetária, devido às diferenças entre os indicadores econômicos. Desse modo, o risco percebido para os países periféricos dentro de uma União Monetária é exacerbado, tanto pela incapacidade desses de “imprimirem” suas moedas, quanto pelo seu aspecto competitivo que é naturalmente menos favorável (Kelton & Wray, 2009).

Nesse contexto, em caso de necessidade de emissão de dívida soberana para financiar os gastos públicos, o *spread* da taxa de juros entre um país periférico e um país central (mesmo que ambas economias estejam conforme os limites previstos no Tratado de Maastricht) é substancialmente elevado. Um exemplo disso é que a razão dívida pública/PIB da Irlanda, que era de 41% (abaixo do requerimento de 60%) e também abaixo da média da Zona do Euro, em fevereiro de 2009. Mesmo assim, o *spread* de juros do rendimento dos seus

títulos comparados aos da Alemanha foram de 257 pontos base, baseado no medo de um rápido crescimento da dívida irlandesa. Isso traz os argumentos de uma crise autorrealizável pelo qual passam os países da UEM (De Grauwe, 2012; Kelton & Wray, 2009).

Os bancos centrais têm um papel fundamental na determinação dos ciclos de instabilidade. Em outras palavras, eles restringem o comportamento financeiro e, como emprestadores de última instância, diminuem as consequências de ondas especulativas. Esse papel ameaça a legitimidade da regra de “*no bail-out*”⁶ do BCE, que consiste em proibir resgates de títulos do BCE por governos em troca de aumento da liquidez de seus países.

Essa observação é importante porque, com a falha das políticas fiscais e o desequilíbrio de conta corrente trazidos pela introdução da moeda única, associados à tomada excessiva de empréstimos pelo setor bancário de alguns países e governos de outros (especialmente dos PIIGS), uma parada brusca no abastecimento de capital – causada, por exemplo, por um evento igual ao da crise dos empréstimos *subprime* – é catastrófica, pois os governos não podem desvalorizar as moedas para impedir a saída de capitais, nem pela emissão de moeda e nem pela venda de títulos ao BCE. Gera-se uma crise de liquidez causada pela crise bancária e, conseqüentemente, um aumento da relação dívida/PIB dos países afetados pela reversão dos fluxos de capitais (Lane, 2012; Lin & Treichel, 2012).

Evidentemente, ao se tratar do caso específico da Grécia, esse trabalho não pode deixar de observar que os movimentos descritos acima não são a causa única de toda a crise da dívida soberana. Em outras palavras, o governo grego já apresentava problemas de solvência antes das saídas de capitais que causaram a crise de liquidez, em maio de 2010, por exemplo. (De Grauwe, 2012).

Assim, é importante avaliar os aumentos de salários e gastos públicos inerentes à utilização do euro, além da situação de baixa competitividade em que a Grécia se encontrava antes da integração, aprofundada pela corrosão da taxa de câmbio real, como já descrito (Lane, 2012; Lin & Treichel, 2012). Desse modo, a razão Dívida Pública/PIB grega deve ser analisada de maneira minuciosa para que se possam separar os efeitos dos gastos excessivos dos problemas relacionados à moeda única.

3. Metodologia e Dados

A fim de confirmar o exposto pela literatura acerca do comportamento da dívida pública, tanto no que diz respeito à competitividade, como a convergência dos indicadores e

⁶ Artigo 125 do Tratado de Funcionamento da União Europeia

aplicação de políticas econômicas, propõe-se, nesta seção, a análise empírica das variáveis selecionadas com base na literatura explorada⁷.

Ao longo da seção 3 é apresentada a análise empírica, tanto estatística quanto econométrica. Em síntese, as variáveis são anuais e envolvem o período 1995 a 2015. No tocante a análise estatística, é realizada a avaliação descritiva das variáveis listadas abaixo, como média, pontos de mínimo e de máximo e desvio padrão. Ademais, maiores detalhes quanto aos resultados podem ser visualizados através dos gráficos que se encontram no apêndice.

Após a análise descritiva é que será apresentado o modelo de análise econométrica via o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Apesar de reconhecidas as limitações desse modelo para o tratamento de séries temporais, principalmente ligados à problemas de não-estacionariedade (Panizza, Presbitero, 2014; Chongo, 2013), os resultados são relevantes, ou seja, no geral, estão de acordo com a literatura abordada.

3.1. Estatística Descritiva

Nesta subseção, serão apresentados os resultados estatísticos da análise descritiva: média, mínimo, máximo e desvio padrão. Em um segundo momento, sub-seção 3.2, serão exibidos os resultados econométricos.

As variáveis a serem utilizadas no modelo econométrico são: dívida do governo central grego, saldo da conta corrente, PIB real, taxa de câmbio real e taxa de juros real. O Quadro 1 ilustra as siglas de cada variável, sua definição e a fonte em que foram coletadas.

⁷ Lin, Treichel; Lane; Ribarczyk, (2012); Chongo (2013), Yakita (2014)

Quadro 1: variáveis dependente e explicativas do modelo proposto

Variável	Descrição	Fonte de obtenção
DIVGOV	Esta dívida é todo o estoque de obrigações contratuais governamentais a termos fixos a terceiros em uma determinada data. Inclui passivos domésticos e estrangeiros tais como moeda e depósitos monetários, títulos e empréstimos. Sabendo que a dívida é estoque (e não fluxo), é medida no último dia fiscal do ano.	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Governamentais, Estimativas do Banco mundial e da OCDE
BCC	Soma das exportações líquidas de bens e serviços, rendas primárias e secundárias líquidas em porcentagem do PIB.	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Governamentais, Estimativas do Banco mundial e da OCDE
RSPRIM	Obtido por meio do cálculo de receita primária menos os gastos do governo para o período analisado.	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Governamentais, Estimativas do Banco mundial e da OCDE
PIBREAL	Porcentagem anual de crescimento do PIB real a preços constantes de mercado em moeda doméstica. Os valores são baseados em dólar constante de 2010. O PIB é a soma do valor adicionado bruto por todos os produtores residentes na economia, mais impostos, menos quaisquer subsídios não incluídos no valor dos produtos.	Contas Nacionais do Banco Mundial, arquivos das contas nacionais da OCDE
CAMBREAL	Taxa de câmbio real efetiva a dólares constantes de 2010 (2010=100)	Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais
JUREAL	Taxa nominal descontada pela inflação do período	Cálculo do autor com base nas variáveis de juros nominal e IPC

A tabela 2 mostra os resultados da análise descritiva para as oito variáveis no período 2001 a 2015 tanto para a Grécia quanto, para a Zona (Área) do Euro.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas - Grécia e Zona do Euro (2001-2015)

Variável	Média		Mínimo		Máximo		Desvio Padrão	
	Grécia	Zona do Euro	Grécia	Zona do Euro	Grécia	Zona do Euro	Grécia	Zona do Euro
DIVGOV	131,9	-	101,5	-	180,1	-	32,6	-
BCC	-7,2	-	-14,5	-	0,1	-	4,5	-
PIBREAL	-0,1	1,01	-9,1	-4,5	5,8	3,25	4,9	1,9
RSPRIM	-8,4	-2,8	-15,1	-7,6	-3,7	0	3,2	2,2
CAMBREAL	94,5	-	83,5	-	100,7	-	5,1	-
JUREAL	-0,2	0,0	-3,7	-1,9	1,7	1,7	1,5	1,1

Fonte: World Development Indicators, OECD Statistics, World Economic Outlook. Elaboração própria através do software Excel (2016).

Os dados são anuais e envolvem o período 2001-2015, ou seja, 15 anos. É importante ressaltar que o período escolhido inicia em 2001, pois foi o ano que houve a consolidação da adoção do euro como moeda única na Zona (Área) do Euro. Também, o período 2001

a 2015 é marcado por vários “momentos importantes” na história mundial, como as crises do *subprime* e da dívida soberana europeia.

Para o período 2001 a 2015, os resultados da Tabela 1 revelam que a dívida pública grega foi maior que seu PIB real. Mesmo o ponto de mínimo é de elevado nível, especialmente no caso grego, que é um país que não tem um controle direto sobre sua política monetária (De Grauwe, 2012).

De acordo com Bibow (2012), Lane (2012), e Pères-Caldentey & Vernengo (2012), a dívida pública grega ocorreu a partir de três fatores primordiais:

- i. o excesso de gastos governamentais, devido ao caráter de baixa produtividade dos gastos gregos, o crescimento do PIB entre os anos 2000 e 2009 foi chamado por Lane (2012) de falsa sensação de prosperidade. Ao mesmo tempo em que o crescimento aumentava, a competitividade estava estagnada, o que lançou bases para o endividamento grego sem condições de pagamento futuro;
- ii. o diferencial de inflação, que impactou na taxa de juros real, fazendo com que existissem fluxos de capitais bancários dos países centrais para os periféricos (Bibow, 2012);
- iii. os desequilíbrios de balanço de pagamentos, em especial da balança de conta corrente, que apresenta déficit crônico na Grécia, causado pelos diferenciais de produtividade e salários dentro da Zona do Euro. (Bibow 2012; Lane, 2012; Pères-Caldentey & Vernengo, 2012).

A média dos resultados do saldo de conta corrente é de 7,2%, sendo o mínimo de -14,5% e o máximo, 0,1% do PIB. É válido ressaltar que o “superávit” de 0,1% ocorreu não devido ao crescimento das exportações, mas à diminuição das importações causada pela recessão econômica que o país enfrentou em 2015. Mesmo assim, esse valor de equilíbrio em transações correntes é importante, visto que o déficit crônico é um componente que retrata seriamente o endividamento das famílias.

O problema dos gastos governamentais gregos, refletido no déficit primário crônico, está relacionado com o componente desse gasto após a entrada na Zona do Euro. A adoção de uma integração monetária, tal como o Euro, leva à convergência das variáveis macroeconômicas, tais como inflação e taxa de juros. Segundo Mundell (1961), isso ocorre porque os desequilíbrios de preços são (em partes) corrigidos pela movimentação de fatores. Ainda assim, a movimentação de fatores (principalmente trabalho) não é completamente flexível como supõe a teoria, sendo influenciada por fatores históricos e culturais.

Mesmo os preços tendendo a convergência, isso não se dá completamente devido ao componente de rigidez de ajustamento do mercado de trabalho. Desse modo, os países nos quais a inflação é mais alta tenderão a ter maiores aumentos salariais, elevação na renda e no consumo de bens importados. Isso, por sua vez, causa um crescimento acelerado, liberação de crédito para consumo e endividamento das famílias.

Retornando ao componente de gastos, a Grécia praticou a política de *welfare state*, concedendo aumentos salariais aos cargos públicos. Contudo, isso não só afetou o montante da renda das famílias, que refletiu em aumento no consumo de bens importados, como não alterou a competitividade do país a longo prazo. Assim se explica o saldo de conta corrente cronicamente deficitária, a média da taxa de juros real negativa e as perdas de competitividade que se traduzem, cada vez mais, no crescimento da dívida pública (Matsaganis, 2011).

Entre 2000 e 2008, o PIB da Grécia teve um desempenho paradoxal, ou seja, apesar da ideia generalizada que crescimento e produtividade aumentariam juntos, esta última se reduziu em 10% nesse período. Mesmo assim, observou-se um crescimento médio de 4% ao ano entre 1997 e 2007. Fato importante a ser destacado é que esse crescimento foi, sobretudo, impulsionado por gastos do governo financiados via aumento do endividamento (Oliveira Neto, 2014; Polychroniou, 2011).

É inclusive nesse sentido que Yakita (2014) conclui que as reduções de déficits financiados pelo endividamento levam à redução do déficit público e aumento do crescimento em um equilíbrio de longo prazo. Assim, supondo-se que existe apenas o déficit primário, sua redução levará a sustentabilidade da política de endividamento, levando a um equilíbrio sustentável de longo prazo, dados os níveis iniciais de capital.

3.2. O Modelo: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

A análise do comportamento da Dívida do Governo Central Grego, de 1995 a 2015⁸, envolve a estimação do modelo por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2015).

Não obstante, o modelo econométrico contará com observações a partir de 1995, entendendo-se que o período é suficientemente relevante para assegurar a robustez dos estimadores.

⁸ O período foi escolhido de acordo com a vigência do plano Delors, sendo que a convergência das variáveis econômicas que resultariam na adoção do euro já havia começado, desse modo, esse intervalo de tempo consegue captar o momento de convergência das variáveis e integração monetária até o ano mais atual de disponibilidade de dados nas bases adotadas

Nesse sentido, o modelo segue a seguinte forma:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \dots + \beta_k X_{kt} + v_t$$

sendo β_0 o intercepto; $\beta_{1...k}$ os melhores estimadores lineares não-viesados, que demonstram o impacto de uma variação de X_{kt} na variável explicada. Em outras palavras, o impacto, *ceteris paribus*, de uma variação das variáveis explicativas; X_{kt} representa a matriz de variáveis explicativas para a dívida pública e, v é o vetor de termos de erros que agrupa os fatores não observados que impactam na dívida pública grega.

Para que sejam avaliados o papel e a significância estatística para o conjunto de variáveis, foi utilizado o teste F. Além disso, o grau de ajuste do modelo foi medido pelo R^2 ajustado. Também, os testes e a correção de heterocedasticidade foram feitos pela matriz de White, como reportado na tabela 2.

A variável dependente é a dívida pública em proporção do PIB; é a Dívida do Governo Central. As variáveis explicativas são: resultado da Balança de Conta Corrente (BCC), taxa de câmbio real efetiva, a preços constantes de 2010 (CAMBREAL), taxa de juros real (JUREAL), taxa de crescimento do PIB real, a preços constantes de 2010 (PIBREAL) e o resultado primário (RSPRIM).

3.3. Interpretando os Resultados Econométricos

Como destacado anteriormente, será utilizado na análise o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), sendo que a variável dependente é a Dívida do Governo Central. As variáveis explicativas são: resultado da Balança de Conta Corrente (BCC), taxa de câmbio real efetiva a preços constantes de 2010 (CAMBREAL), taxa de juros real (JUREAL), taxa de crescimento do PIB real a preços constantes de 2010 (PIBREAL) e o resultado primário (RSPRIM). Assim, o modelo segue a seguinte forma específica:

$$DIVGOV_t = \beta_0 + \beta_1 DBCC_t + \beta_2 DCAMBREAL_t + \beta_3 DJUREAL_t + \beta_4 DPIBREAL_t + \beta_5 DRSPRIM_t$$

O teste F^9 indica que, embora nem todas as variáveis sejam individualmente significativas, o conjunto do modelo é (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2015). Desse modo, o resultado do teste F indica que o conjunto de variáveis é significativo para explicar a variável dependente.

⁹ O teste F envolve o cálculo da seguinte expressão: $F = \frac{R^2/(k-1)}{1-R^2/(n-k-1)}$, onde k é o número de parâmetros na regressão, n é o número de observações da amostra e R^2 indica o grau de ajuste do modelo.

A tabela 2 sistematiza os resultados econométricos para a variável dependente, Dívida do Governo Central Grego. Desse modo, os coeficientes que apresentam sinais positivos seguem uma relação direta com o crescimento da dívida, ou seja, os coeficientes cujos sinais são positivos são interpretados como diretamente proporcionais ao crescimento da dívida; contrariamente, os coeficientes com sinais negativos seguem são inversamente proporcionais ao crescimento da dívida.

Tabela 2: Estimação do modelo com a variável dependente Dívida do Governo Central - MQO

Variáveis explicativas	Modelo
C	140,14 (6,47)
DBCC	0,98 (0,38)
DCAMBREAL	-3,13 (-1,45)
DJUREAL	5,15 (1,41)
PIBREAL	-4,40 (-2,46)***
RSPRIM	-1,12 (-0,43)
R2 Ajustado	0,56
Teste BG (prob Chi-quadrado)	0,51
Teste F (prob)	0,01

Notas: t-estatístico entre parênteses. A probabilidade F é de 0,000 para o modelo apresentado. *,** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

- Testes Breusch-Godfrey (BG), de correlação serial Lagrange Multipliers (LM): hipótese nula de não correlação serial. O modelo não rejeitou a hipótese nula com 4 lags.

- Augmented Dickey-Fuller (ADF) e Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS): hipótese nula de raiz unitária e estacionariedade respectivamente: as variáveis BCC, JUREAL e CAMBREAL se encontram em primeira diferença, porque foram acusadas de não-estacionariedade por ambos os testes.

- Teste F: rejeição da hipótese nula indica que as variáveis são conjuntamente estatisticamente significativas – Eviews 7.0

Apesar de controladas as variáveis e feitos os testes que eliminam a possibilidade de uma regressão espúria e também problemas de não-estacionariedade, em alguns casos existem inconsistências internas no modelo. Além disso, é válido ressaltar que, embora apenas PIBREAL tenha sido individualmente estatisticamente significativa, o teste F aponta que as variáveis são conjuntamente significativas para explicar o comportamento da DIVGOV.

Como já mencionado, a Grécia tem déficits crônicos em balança de conta corrente. A relação positiva com o crescimento da DIVGOV pode ser devido ao fato de que um aumento nas exportações faz com que haja aumento de euros no interior do país. A fim de evitar as pressões inflacionárias, um país com controle do banco central faria o chamado *quantitative*

easing, em outras palavras, “enxugaria” a economia por meio da emissão de títulos da dívida. Como a maior parte do comércio internacional grego é feito dentro da Zona do Euro (Fontaine, 2012), a entrada de euros decorrente de exportações teria um efeito parecido com uma expansão monetária. Dessa forma, para evitar pressões inflacionárias, o crescimento da DBCC pode aumentar a DIVGOV.

O conflito interno do modelo está no coeficiente da variável CAMBREAL. Um aumento de DBCC leva a um aumento da dívida, se um aumento do CAMBREAL é lido como uma valorização cambial (depreciação do euro grego devido à inflação) e isso se traduz em aumento das exportações, tanto o coeficiente CAMBREAL quanto o DBCC deveriam mostrar os mesmos sinais e, no entanto, isso não acontece. Feita essa observação, uma pergunta que surge a partir desse problema é se uma valorização cambial real na Grécia necessariamente se traduz em um aumento nas exportações. A pertinência dessa pergunta repousa justamente no fato de que, caso uma depreciação real do câmbio na Grécia não signifique aumento nas exportações (o que é decorrente dos problemas de competitividade já explorados), o impacto disso será apenas inflacionário, o que prejudica o nível de atividade econômica.

A taxa de juros real apresentou, no modelo, coeficiente positivo em relação ao crescimento da dívida, ou seja, a diminuição da taxa de juros real leva a uma diminuição da dívida e vice-versa. Após a entrada na Zona do Euro, países como a Grécia identificaram quedas em suas taxas de juros e inflação que evidenciaram a convergência dessas variáveis. A queda dessas taxas gerou uma falsa sensação de prosperidade, que levou ao aumento do consumo (e endividamento) das famílias.

Não obstante, o setor privado também contraiu empréstimos dos países centrais com baixas taxas de juros. Esses fatores levaram a um aumento do endividamento geral da economia, que colapsou com a crise das hipotecas *subprime* em 2008, culminando uma brusca elevação da dívida do governo central grego após 2009. Desse modo com a redução da inflação iniciada a partir de 2008, a taxa de juros real mostrou uma tendência a aumentar e esse aumento influenciou positivamente o comportamento da dívida pública.

O coeficiente do crescimento real do PIB apresentou uma relação inversa com o crescimento da dívida pública. Isso não só se evidencia pela metodologia de cálculo dessa dívida, como a dívida pública em proporção ao PIB, como também por uma característica macroeconômica. Em outras palavras, o crescimento do PIB leva a um aumento no nível de emprego e de produtividade, bem como do investimento. A arrecadação tributária decorrente do crescimento econômico eleva o resultado primário, utilizado para amortizar a dívida.

Finalmente, o resultado primário também apresentou coeficiente negativo com relação à dívida do governo central, fator que corrobora com a literatura (Matsaganis, 2011) e explicado no parágrafo anterior.

Apesar de metodologias econométricas diferentes para medir os impactos de curto e longo prazos do crescimento sobre a dívida pública, Gomez-Puig e Sosvilla-Ribeiro (2015) também encontram relação negativa entre o crescimento e a dívida pública. Mais precisamente, é interessante notar que, para o caso específico da Grécia, o crescimento da dívida pública tem impactos negativos não somente no curto prazo na performance econômica, mas também de longo prazo. Esse fator reforça o caráter danoso do gasto no caso grego, exacerbado pela volatilidade financeira e a fuga de capitais após 2009.

Finalmente, o resultado primário também apresentou coeficiente negativo com relação à dívida do governo central. Segundo a metodologia adotada, o resultado primário consiste, *ceteris paribus*, nos gastos do governo geral menos a sua arrecadação de receitas. É explorado pela literatura que o gasto público pode ser produtivo (fortalecedor do crescimento) ou improdutivo (puramente de consumo). Enquanto o primeiro tipo consiste na construção de infraestrutura, comunicação e educação, o que pode ter impacto de longo prazo no crescimento do PIB (e, portanto, na diminuição da dívida), o segundo tipo não tem implicações de longo prazo por ser puramente de consumo, embora tenha implicações de curto prazo como explorado anteriormente (Gomez-Puig, Sosvilla-Ribeiro, 2015; Devarajan *et al.*, 1996).

4. Considerações Finais

De acordo com os resultados teóricos e empíricos, pode-se concluir que as variáveis ajudam a explicar o comportamento da variável dependente, mesmo que haja alguns problemas metodológicos no modelo utilizado. Não obstante, a DIVGOV tem um comportamento factível quando observados os impactos de cada variável e que tem respaldo teórico.

Esses resultados mostram evidências que reforçam a hipótese inicial de que a entrada de capitais destinados a empréstimos para consumo e mercado imobiliário levou a um aumento da dívida privada. A incapacidade da economia grega de absorver esses recursos alterando suas políticas monetária e cambial um aumento da dívida pública.

Dentre as variáveis, vale observar especialmente o saldo da balança de conta corrente (como medidor de competitividade externa), a taxa de juros real, que define a entrada e a

saída de capitais dos países centrais e o resultado primário, que define o volume de dispêndio do governo. Tanto na literatura quanto no modelo, essas variáveis demonstram *insights* relevantes, o que reforça a hipótese de que os fluxos financeiros pioraram a situação da dívida e não foram suficientes para reverter a característica de déficit crônico e conta corrente que vive a Grécia.

5. Referências Bibliográficas

- ALVES, C. A. P. A sustentabilidade do pacto de estabilidade e crescimento. 2014. **Tese de Doutorado**. Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas.
- ARTUS, P. **A two tier Europe : how can this be overcome ?** Flash Economics, Economic Research, 2011.
- BIBOW, Jörg. The euro debt crisis and Germany's euro trilemma. 2012
- CALDENTEY, Esteban Pérez; VERNENGO, Matías. The euro imbalances and financial deregulation: a Post-Keynesian interpretation of the European debt crisis. 2012.
- CHONGO, B. M. **An econometric analysis of the impact of public debt on economic growth: the case of Zambia**. University of Zambia, Lusaka, 2013.
- COMISSÃO EUROPEIA (2016)
- DE GRAUWE, P. A fragile Eurozone in Search of a Better Governance. **The Economic and Social Review**, v. 43, n. 1, Spring, p. 1-30, 2013.
- DEVARAJAM, S., SWAROOP, V., and Zou, H. (1996). **The composition of public expenditure and economic growth**. Journal of Monetary Economics 37: 313- 344.
- E-VIEWS
- FAGAN, G., & VITOR GASPAR. 2007. Adjusting to the Euro. **ECB Working Paper** 716.
- FARIA SILVA, F., COELHO DE ANDRADE, C. M.; FONTES DE REZENDE, L. P. Políticas macroeconômicas na União Monetária Europeia: as dificuldades da manutenção do padrão "one fits all" para os países-membros. **Leituras de Economia Política**, v. 14, n. 18, 2012.
- FONTAINE, Patrick. **Understanding the Euro Crisis: How did the subprime crisis become a sovereign debt crisis in Europe**. Associação Keynesiana Brasileira. 2014.
- GÓMEZ-PUIG, Marta; SOSVILLA RIVERO, Simón. **Short-run and long-run effects of public debt on economic performance: Evidence from EMU countries**. 2015.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5**. AMGH Editora, 2011.

KELTON, S. A.; WRAY, L. R. Can Euroland Survive?. **Public policy brief//Jerome Levy Economics Institute of Bard College**, 2009.

KRUGMAN, P. & OBSTFELD, M. (2005). Economia Internacional: Teoria e Política. **São Paulo: Makron Books**, 6ª. Edição.

LANE, P. R. The European sovereign debt crisis. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 26, n. 3, p. 49-67, 2012.

LESSA, A. C. A construção da Europa: a última utopia das relações internacionais. **IBRI**, 2003.

LIN, J. Y.; TREICHEL, V. The crisis in the Euro zone: did the euro contribute to the evolution of the crisis?. **World bank policy research working paper**, n. 6127, 2012.

MATSAGANIS, Manos. The welfare state and the crisis: the case of Greece. **Journal of European Social Policy**, v. 21, n. 5, p. 501-512, 2011.

MUNDELL, R. A. A theory of optimum currency areas. **The American economic review**, v. 51, n. 4, p. 657-665, 1961.

NAIME, J. União Europeia: Histórico. Resenha integração regional. **Belo Horizonte: Pontifícia Universitária Católica de Minas Gerais**, 2005.

OLIVEIRA NETO, E. J. A crise da Grécia: origens, interpretações e alternativas. **Dissertação de mestrado submetida à Universidade Estadual Paulista**, Campus Araraquara, 2014

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT STATISTICS. **OCDE**. Disponível em: < <http://stats.oecd.org/>>. Acesso em novembro 2017.

PANIZZA, Ugo; PRESBITERO, Andrea F. Public debt and economic growth: is there a causal effect?. **Journal of Macroeconomics**, v. 41, p. 21-41, 2014.

POLYCHRONIOU, C. J. **The mediterranean conundrum: The link between the state and the macroeconomy, and the disastrous effects of the European policy of austerity**. Public Policy Brief, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 2012.

RIBARCZYK, B. G. Considerações sobre a competitividade dos países da união monetária europeia: uma análise das causas da crise na Europa no contexto da teoria das áreas monetárias ótimas. **Trabalho de conclusão submetido à Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS** 2012.

SARRIERA, Javier Morales; CUNHA, André Moreira; BICHARA, Julimar da Silva. Moeda Única no Mercosul: uma análise da simetria a choques para o período 1995-2007. Encontro Nacional de Economia (36.: 2008 dez.: Salvador, BA). Anais.. Salvador: ANPEC, 2008. 1 CD-ROM., 2008.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Introductory econometrics: A modern approach. Nelson Education, 2015.

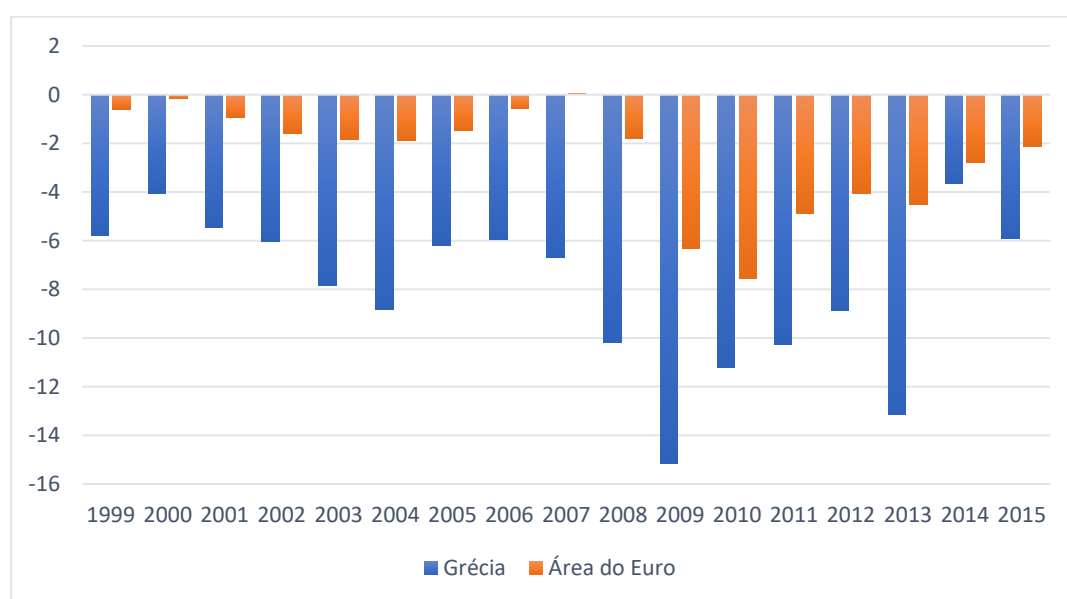
WORLD DEVELOPMENT INDICATORS. **Banco Mundial**. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>>. Acesso em novembro 2017

WORLD ECONOMIC OUTLOOK, **Fundo Monetário Internacional**. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>>. Acesso em novembro 2017

YAKITA, Akira. **Involuntary unemployment and sustainability of bond-financed fiscal deficit**. Journal of Macroeconomics, v. 41, p. 79-93, 2014.

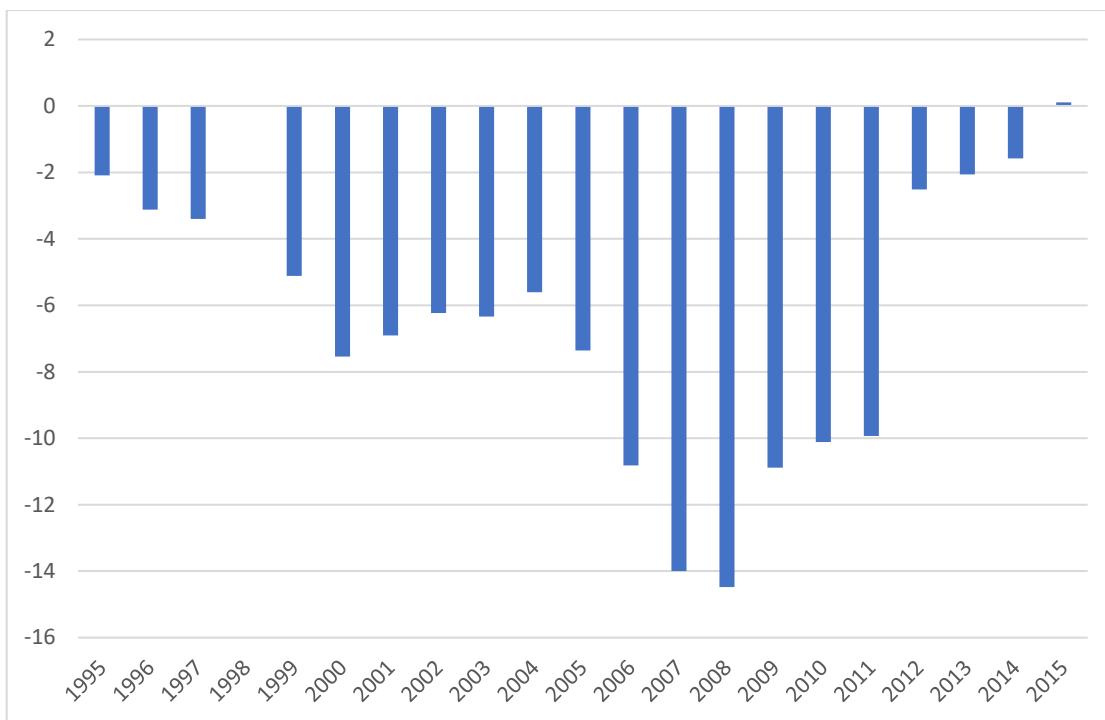
6. Apêndice

Gráfico 1: Resultado Primário Grécia e Zona do Euro (% do PIB)



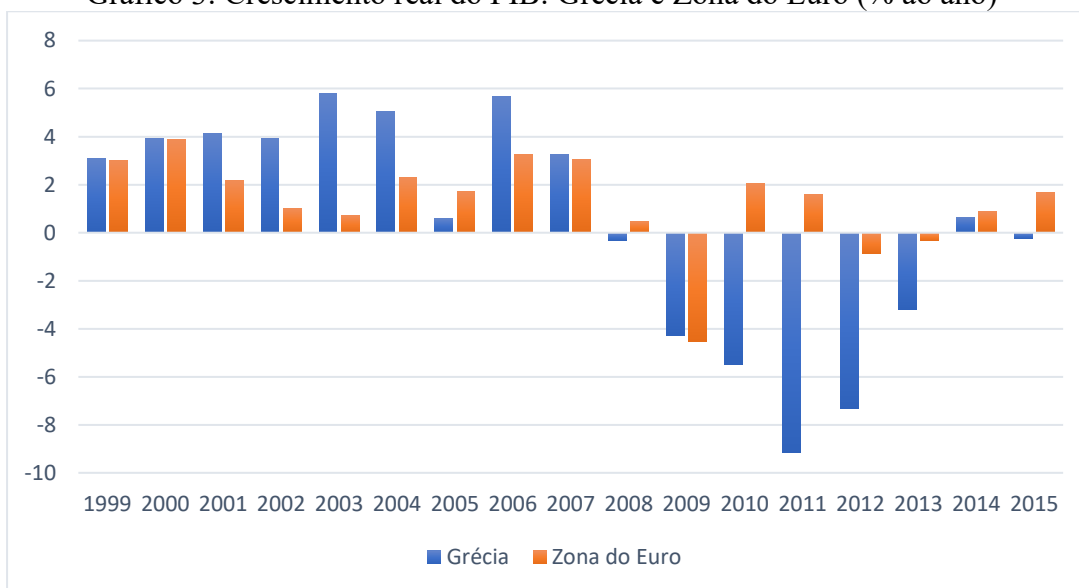
Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)

Gráfico 2: Balança de Conta Corrente, Grécia (% do PIB)



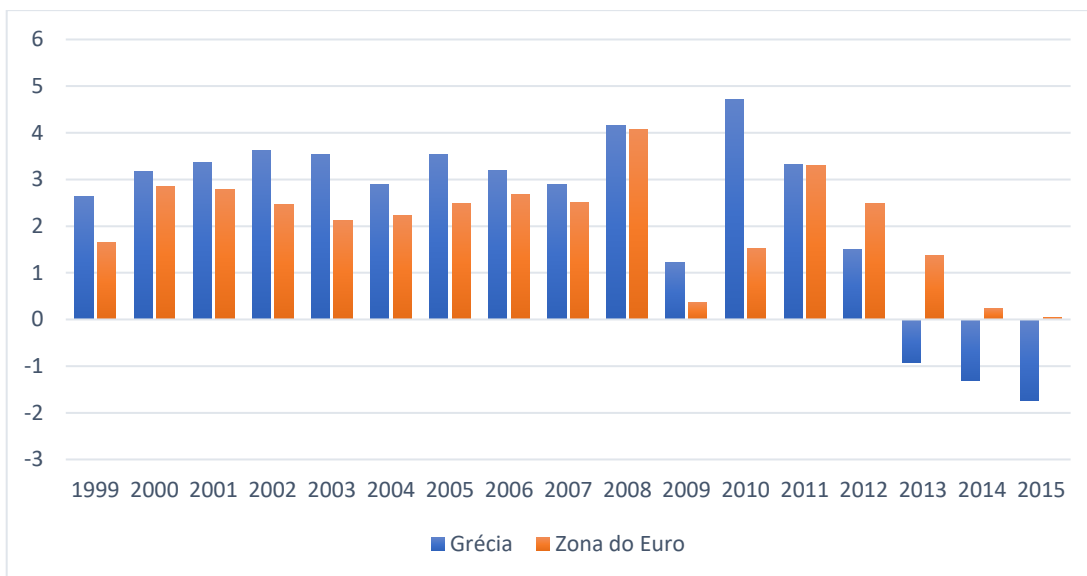
Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)

Gráfico 3: Crescimento real do PIB: Grécia e Zona do Euro (% ao ano)



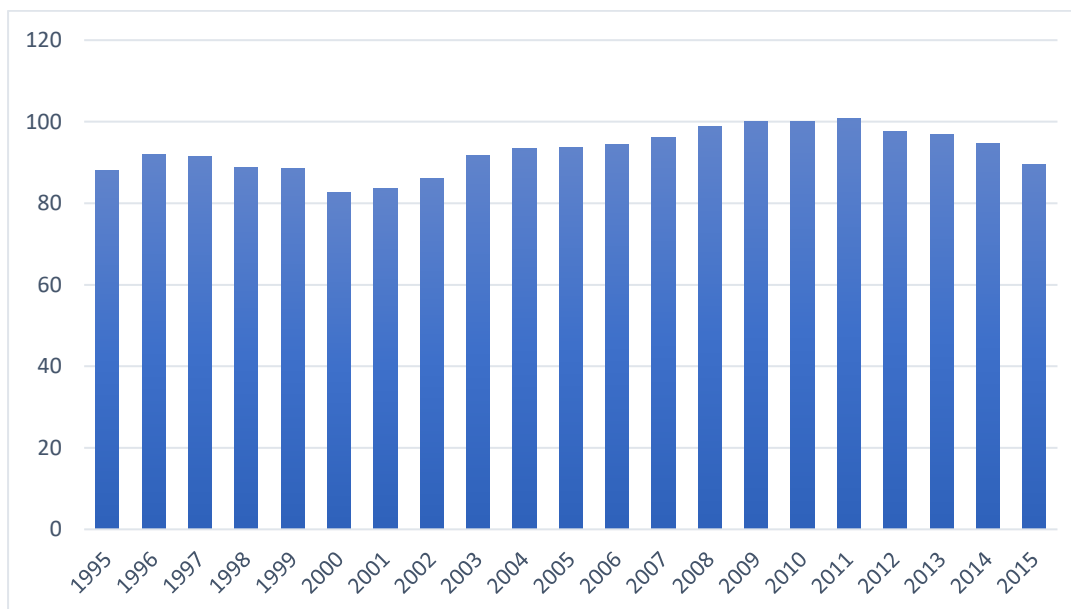
Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)

Gráfico 4: Taxa de variação do IPC Grécia e Zona do Euro (% ao ano)



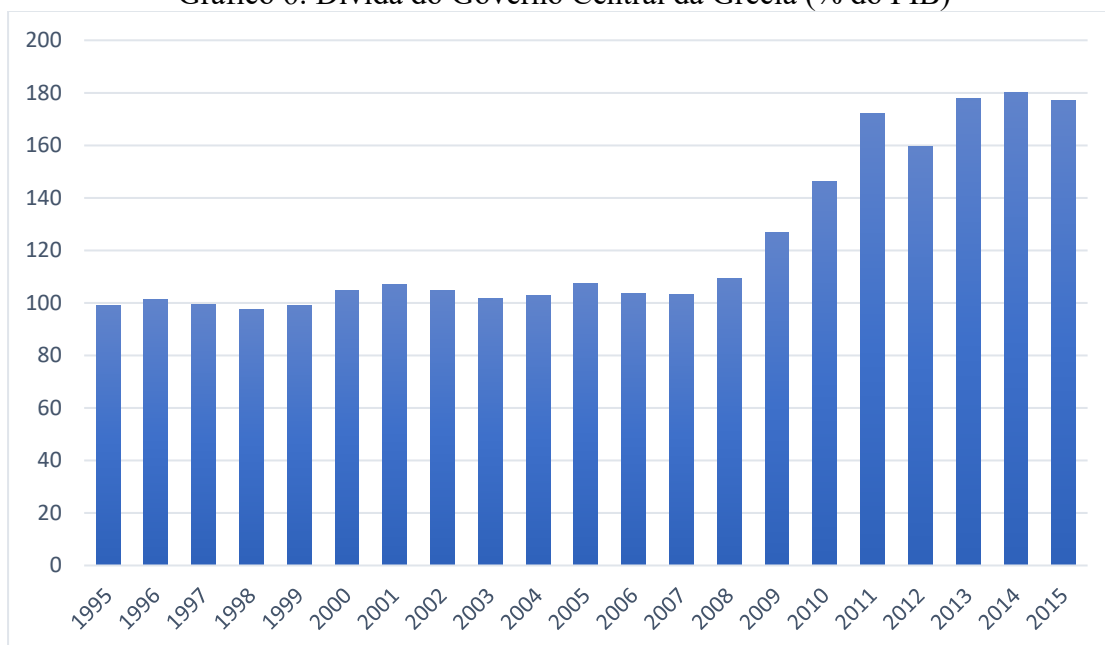
Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)

Gráfico 5: Índice de taxa de câmbio real Grécia (2010=100)



Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)

Gráfico 6: Dívida do Governo Central da Grécia (% do PIB)



Fonte: World Development Indicators (WDI), elaboração própria a partir do Excel (2017)