

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**LIÇÕES DA CRISE ARGENTINA PARA A  
CRISE GREGA**

**Antonia Trompieri de Abreu Coutinho Mendes**

Nº de matrícula: 0813180

Orientador: Afonso Bevilaqua

Dezembro 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**LIÇÕES DA CRISE ARGENTINA PARA A  
CRISE GREGA**

**Antonia Trompieri de Abreu Coutinho Mendes**  
Nº de matrícula: 0813180

Orientador: Afonso Bevilaqua

Dezembro 2012

**"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".**

---

Antonia T. de A. C. Mendes

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".**

## **Agradecimentos**

Agradeço ao carinho e apoio da minha família e amigos durante toda a faculdade, sem eles não teria sido possível. Principalmente minha mãe, Maria Izabel Trompieri, minha madrinha, Rosário Trompieri, minha avó, Luzia Trompieri e meu pai, Claudio Coutinho.

Agradeço também ao meu orientador Afonso Bevilaqua por ter acreditado em mim e ter me dado todo o suporte que precisei para realizar esse trabalho.

*Dedicado ao meu pai, Claudio Coutinho*

*“O mundo pertence a quem se atreve”*

Charlie Chaplin

# Sumário

<b>Introdução:</b> .....	<b>8</b>
<b>Argentina:</b> .....	<b>10</b>
Introdução.....	10
Antecedentes à crise .....	12
A crise.....	17
Conclusão: .....	25
<b>Grécia</b> .....	<b>26</b>
Introdução.....	26
Antecedentes à crise .....	28
A crise.....	33
Conclusão .....	41
<b>Lições da crise argentina para a crise grega:</b> .....	<b>42</b>
Introdução.....	42
Argentina VS Grécia .....	44
Conclusão: as lições .....	48
<b>Referências Bibliográficas:</b> .....	<b>50</b>

## Lista de Gráficos

Gráfico 1 - PIB Real Argentina .....	13
Gráfico 2 - Balanço de Conta Corrente Argentina .....	15
Gráfico 3 - Déficit Fiscal e Variação da Dívida Pública Argentina .....	15
Gráfico 4 - Dívida do Setor Público Argentino .....	18
Gráfico 5 - Saldo das Administrações Públicas Argentinas Em Geral.....	18
Gráfico 6 - Fluxo de Capital .....	20
Gráfico 7 - Spreads de Taxa de Juros dos Títulos do Tesouro dos EUA .....	22
Gráfico 8- Evolução de Metas de Déficit Fiscal e Resultados da Argentina .....	23
Gráfico 9 - Depósitos Bancários da Argentina (Jan. 2000 – Dec. 2001) .....	23
Gráfico 10 - Tendências de Receitas e Despesas da Grécia .....	29
Gráfico 11- Spreads do Default Swap de Crédito da Grécia.....	30
Gráfico 12 - Gap da Produtividade do Trabalho da Grécia em 2009.....	31
Gráfico 13- Inflação Grécia ( Jan. 2005 - Jan. 2009) .....	32
Gráfico 14- Exportações e Importações da Grécia até 2010 .....	35
Gráfico 15 – Balanço Fiscal Grécia.....	44
Gráfico 16 - Saldo das Administrações Públicas Em Geral .....	44
Gráfico 17 -Tendências do PIB real em torno de crises de dívida soberana.....	45

## Lista de Tabelas

Tabela 1 - Consolidado do Setor Público da Argentina .....	23
Tabela 2– Decomposição das Mudanças na Dívida Pública Em Relação ao PIB da Grécia.....	36
Tabela 3 - Grécia: História de dispositivos de empréstimo.....	45
Tabela 4 - Argentina: História de dispositivos de empréstimo .....	45



## **Introdução:**

A denominada zona do euro foi fundada em 1999 por 11 países da UE, porém o euro só entrou em circulação a partir de 2002. A zona é composta atualmente por 17 estados soberanos da União Europeia que adotaram o euro como moeda comum. Os países membros são regulados pelo BC europeu e todos tem que respeitar o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Isso inclui manter o déficit público abaixo de 3% do PIB e proíbe uma dívida pública maior que 60% do PIB.

Após a criação da zona do euro em 1999, a Grécia foi o primeiro país a se juntar à zona em 2001. Portanto as moedas e cédulas do dracma grego foram substituídas pelo euro em janeiro de 2002, juntamente com todos os países fundadores da zona euro. A Grécia, até recentemente, era considerado um país desenvolvido. Entretanto, nos dias de hoje, é um dos países menos desenvolvidos do bloco e atualmente enfrenta uma séria crise.

Esses problemas são consequências da combinação de fatores internos e da situação financeira mundial. A crise do subprime nos Estados Unidos em 2008 com falência de importantes instituições financeiras, desencadeou uma desconfiança e falta de liquidez no mercado em todo mundo, inclusive na Grécia e expôs a situação financeira crítica em que o país se encontrava. A situação da Grécia se agravou em 2009 quando foi descoberto que o governo grego havia manipulado as estatísticas econômicas para manter o país de acordo com os critérios da zona do euro constatou-se que a situação real era muito mais grave. Ao esconder o déficit real, possibilitou que governos gastassem muito além do que podiam, agravando a situação. A dívida pública ao ser revista, passou a ser prevista para 120% do PIB, umas das taxas mais altas do mundo.

Colocou-se em questão se a Grécia seria capaz de pagar sua dívida soberana e os países membros da zona do euro e o FMI (Fundo Monetário Internacional) concordaram em ajudar os gregos. Deram um pacote de empréstimo de mais de 110 bilhões de euros. A Grécia foi convocada a adotar medidas para controlar seu déficit e seria monitorada e avaliada pela Comissão Europeia, pelo Banco Central Europeu e pelo FMI. Desde então diversas preocupações surgiram ao redor do mundo, desde o efeito que a crise na Grécia

teria para os outros países da UE e do mundo, até especulações em relação à saída do país da zona do euro.

Muitos vêm olhando para a história da Argentina para tentar solucionar a crise grega, pois há 11 anos atrás vimos os argentinos atrelarem sua moeda a outra e sofrerem uma grande recessão.

A economia argentina por volta de 1998 se destacava dentre os países emergentes, por sua excelência, era tomada como exemplo pelo FMI. O país havia adotado o plano de convertibilidade, que estabelecia uma paridade do peso para o dólar de um para um. Com tal política, o país conseguiu crescer rapidamente durante os anos 90.

Durante esse período, os argentinos exibiram um déficit fiscal e uma dívida pública maiores do que o recomendado. No final dos anos 90, a Argentina sofreu choques adversos externos e sua economia começou a declinar culminando em 2001 com o caos financeiro do país. O caso da Argentina é um caso particular, pois o FMI estava bastante envolvido desde muito antes do começo da crise, o país já seguia um plano apoiado pelo Fundo antes da crise, o que é diferente da maioria dos casos. Segundo Michel Mussa (2002), os dois principais erros do Fundo foram: não pressionar a Argentina para manter uma política fiscal mais responsável, principalmente durante o crescimento em meados dos anos 90; e estender o apoio financeiro ao país em 2001 depois de ficar claro que os esforços do governo argentino em não dar default e manter a taxa de câmbio não tinham chances de sucesso. O Fundo apoiou a Argentina com pacotes financeiros excepcionalmente grandes para evitar o caos financeiro, mas não adiantou muito.

Ambos os países passaram por uma crise, onde tinham contraído déficits elevados e precisavam desvalorizar a sua moeda, porém não tinham esse poder, no caso argentino porque tinham atrelado sua moeda ao dólar e no caso grego porque o país faz parte da zona do euro. Devido às semelhanças desses dois casos, pretendo estudá-los a fundo e compará-los. Acreditamos que podemos tirar lições com o caso já ocorrido e com isso concluir qual será a melhor solução para a Grécia. Esse é o principal objetivo desta monografia.

## **Argentina:** <sup>1</sup>

### *Introdução*

A Argentina na década de 90 enfrentou uma transição memorável, saindo das cinzas e partindo para um rápido crescimento. Nos anos 80, o país enfrentou o caos econômico e uma hiperinflação até o novo presidente, operonista Carlos Menem, por fim a essa instabilidade financeira e fazer a economia do país crescer rapidamente nos anos seguintes. Dentre as políticas econômicas adotadas pelo ministro da economia da época, Domingo Cavallo, se destaca a rígida indexação do peso argentino com o dólar americano através do plano de convertibilidade, que limitava estritamente a emissão de moeda. O país se colocou em uma armadilha cambial, porém o PIB estava crescendo enquanto os capitais fluíam abundantemente e tudo corria a favor do país. Havia uma despreocupação com o balanço de pagamentos e com o desequilíbrio externo. Não haviam incentivos para a correção devido ao financiamento externo barato e a percepção que a poupança externa estaria sempre disponível.

Muitos duvidavam que tal política fosse funcionar e sobreviver às tensões. Mas a crise tequila iniciada no México no final de 1994 veio e a Argentina sobreviveu, ganhando credibilidade no mercado internacional. Antes desse fato, o FMI era contra o plano de convertibilidade, porém após a economia do país reagir bem a um choque externo negativo ele passou a apoiá-la, tornando a Argentina a “queridinha” dentre os países emergentes e sendo tomada como modelo. A partir de 1997 diversas economias emergentes começaram a entrar em colapso, mas o país continuou crescendo até que os efeitos da crise brasileira atingiram a Argentina no final de 1998.

Depois desses anos gloriosos de crescimento, a economia argentina entrou numa recessão espiral recessiva até chegar ao caos econômico. Os capitais secaram e o país tinha que fazer um forte ajuste no balanço de pagamentos. Devido ao plano da convertibilidade não podiam desvalorizar a moeda. Então os argentinos tentaram promover uma depreciação interna (ou seja, reduzir salários, preços domésticos...) para

---

<sup>1</sup> Capítulo baseado no livro: MUSSA, Michael; PETERSON, Peter. 2002;

recuperar a competitividade perdida, resultando em uma redução da arrecadação e problemas fiscais.

Essa recessão na Argentina desencadeou uma desconfiança nos mercados internacionais. Seria o país capaz de manter a paridade com o dólar e honrar com suas dívidas? A dívida pública e privada da Argentina era denominada em dólares e se o país abandonasse o câmbio fixo, levaria a uma reestruturação fiscal e a uma quebra no sistema financeiro. Os spreads soberanos vinham aumentando e como consequência o custo de capital para os setores públicos e privados também, agravando ainda mais a recessão e os problemas fiscais. O FMI, juntamente com alguns países, tentou ajudar a Argentina, emprestando dinheiro e fazendo planos para ajustar a economia do país (blindajes), mas não foi o suficiente para tirá-la da recessão.

A Argentina era um caso particular, pois o FMI estava significativamente envolvido desde bem antes da crise. Segundo Michael Mussa, no livro “Argentina And The Fund” publicado em 2002, os principais erros do FMI em relação à Argentina foram: não pressionar a Argentina para manter uma política fiscal mais responsável, principalmente durante o crescimento em meados dos anos 90 e estender o apoio financeiro ao país em 2001, depois de ficar claro que os esforços do governo argentino em não dar default e manter a taxa de câmbio não tinham chances de sucesso. O Fundo apoiou a Argentina com pacotes financeiros excepcionalmente grandes para evitar o caos financeiro, mas não adiantou muito.

A deterioração da economia argentina chegou a um estado crítico em 2001. Havia uma intensa fuga de capitais e queda acentuada da atividade econômica. O presidente De La Rúa, tentando amenizar a situação, se viu obrigado a desvalorizar a moeda argentina e a promover o “corralito”, que foi o congelamento de depósitos necessários e limites semanais para retiradas, visando estancar a fuga de depósitos. Por conta disso, o país mergulhou em uma profunda crise política, culminando com a retirada do presidente De La Rúa do poder. Atualmente o peso não é mais atrelado ao dólar e sua taxa de câmbio é significativamente depreciada em relação ao dólar americano.

### *Antecedentes à crise*

Vários fatores contribuíram para a crise argentina. O país tinha um sistema econômico rígido em função do plano de convertibilidade, destacando a rigidez do mercado de trabalho. Se fosse mais flexível teria um menor desemprego, um maior crescimento, um menor déficit fiscal e as taxas de juros mais baixas, tudo isso porque os credores teriam mais confiança que o governo argentino iria honrar com suas obrigações. Outros fatores externos também afetaram negativamente a economia argentina, como o fato do dólar americano estar muito forte nos últimos anos, tirando a competitividade argentina decorrente do choque adverso do colapso brasileiro.

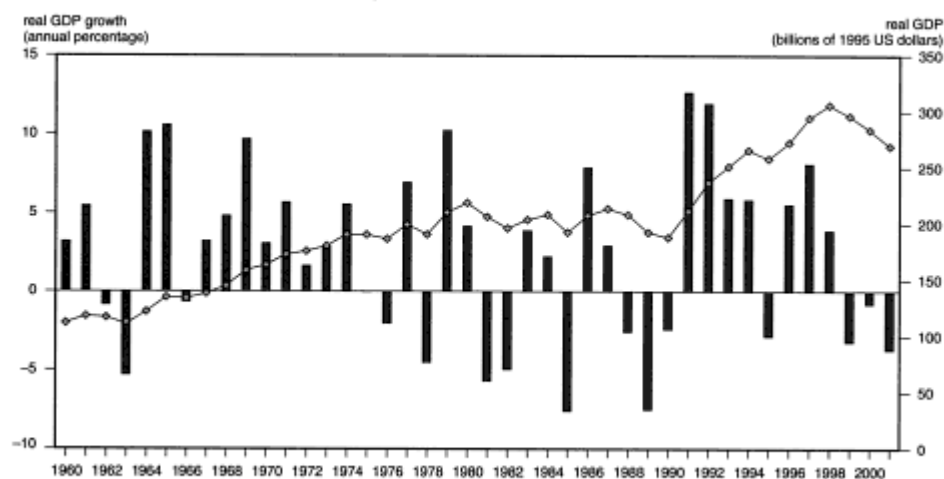
A Argentina adotou o plano da convertibilidade em 1991. Ele foi fundamental para a recuperação da economia do país e para seu colapso anos depois. O principal objetivo do plano era acabar com a instabilidade financeira, atrelando o peso ao dólar com a paridade de um para um com a garantia de que pesos poderiam ser trocados por dólares a qualquer momento. Portanto, o Banco Central argentino era independente sob a condição de manter a convertibilidade, ou seja, tinha que manter a reserva em dólares de acordo com o passivo doméstico. O Banco Central estava proibido de emitir moeda para financiar o governo, a exigência da paridade era de 100% e em situações emergências, como em caso de recessão, ela reduziria para 80%. Tais medidas eram para dar credibilidade e segurança ao plano, garantindo que não haveria uma rápida inflação devido à monetização para financiar gastos do governo.

Além do plano de convertibilidade a Argentina adotou outras medidas para ter um sistema bancário mais sólido principalmente depois da crise tequila. Uma dessas medidas foi a privatização de bancos comerciais, que foram comprados por grandes bancos internacionais (americanos ou espanhóis) bem capitalizados e gerenciados de maneira prudente conforme o exigido. Os bancos podiam operar em pesos ou em dólares, mas eles geralmente mantinham um equilíbrio entre os dois e a convertibilidade dos bancos era assegurada pelo governo.

Inicialmente o plano da convertibilidade teve uma boa performance, reduzindo a inflação de maneira significativa e assegurando uma estabilidade financeira para o país,

recuperando a economia argentina da hiperinflação dos anos 80 rapidamente e levando a um aumento acumulado de 28% do PIB em apenas três anos.

**Figure 2.1 Real economic indicators for Argentina, 1960–91**



Note: The bars trace real GDP growth (left axis) and the line traces real GDP (right axis).

Sources: IMF World Economic Outlook database and Economic Ministry of Argentina.

11

### Gráfico 1 - PIB Real Argentina

Fonte: MUSSA, Michael 2002

A crise tequila foi o verdadeiro teste do plano da convertibilidade e ele se mostrou forte. Entretanto, o Banco Central teve que adotar medidas de emergência, como reduzir um pouco suas reservas e as taxas de juros subiram para prêmios substanciais em relação às taxas americanas correspondentes. Quanto mais altas eram as taxas de juros, maior era a pressão nos bancos. Como consequência, houve um enfraquecimento da economia, uma redução da qualidade do crédito e uma corrida aos bancos devido ao medo de falência. A Argentina foi favorecida pela conjuntura externa, pois no início de 1995 houve uma desvalorização do dólar e a valorização da moeda brasileira, favorecendo a competitividade argentina no mercado internacional.

Nesse período, os principais benefícios do plano da convertibilidade já tinham sido atingidos. Entretanto, mesmo assim, após a crise tequila, o governo argentino estava decidido a continuar com o plano da convertibilidade. O plano tinha se tornado muito popular devido às suas conquistas, porém seus custos eram elevados. O desemprego tinha aumentado muito na recessão de 95 e não reduziu após a recuperação da economia. Mas as pessoas não associavam o desemprego ao plano.

Muitos que apoiavam o plano, o viam como fundamental para realizar as modificações necessárias na economia e na sociedade argentina tornando-as mais eficientes, como por exemplo, reduzindo o protecionismo e tornando o mercado de trabalho mais flexível. De acordo com esse ponto de vista, o plano tinha potencial político para alcançar os resultados desejados e não era claro que o futuro do plano de convertibilidade estava fadado ao fracasso.

A rigidez do plano de convertibilidade e a política fiscal irresponsável da Argentina foram os principais fatores que levaram a catástrofe econômica do país.

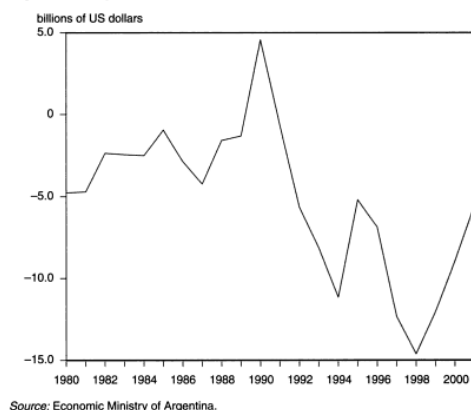
O governo argentino adotou uma política fiscal insustentável, onde gastava mais do que arrecadava e como consequência tinha que tomar empréstimos aumentando a dívida pública interna e externa. Durante os anos 80, quando tomar emprestado não era mais uma possibilidade, outra maneira de financiar os gastos do governo era a emissão de moeda, gerando inflação e desvalorizando a moeda argentina. Porém com o plano da convertibilidade isso não era possível.

Após a adoção do plano de convertibilidade e a recuperação da economia argentina, o país inicialmente conseguiu manter uma política fiscal que evitou um aumento no estoque da dívida pública em circulação. Entretanto, essa taxa de crescimento nos anos iniciais da recuperação da Argentina não era sustentável e o verdadeiro teste da política fiscal veio quando o crescimento estabilizou e a inflação se manteve baixa. Isso ocorreu a partir de 1998. Vale ressaltar que de 1993 a 1998 o país cresceu mas enfrentou uma recessão em 1995 devido à crise tequila. Porém a economia se recuperou bem e continuou crescendo.

Em 1993 a política fiscal levou a um pequeno superávit e depois disso o país manteve um pequeno déficit. Com a crise tequila em 1995 houve um aumento maior no déficit, mas os resultados orçamentários ainda não eram tão ruins assim.

Apesar de um aumento da relação dívida PIB em 12%, o resultado fiscal da Argentina de 1993 até 1998 parecia melhor do que realmente era. Isso foi devido à reestruturação de dívidas vencidas com o Brady Deal no início dos anos 90 que foi a renegociação da dívida vencida reduzindo o seu valor. E também devido o país ter sido beneficiado por receitas significativas das privatizações que eram não recorrentes.

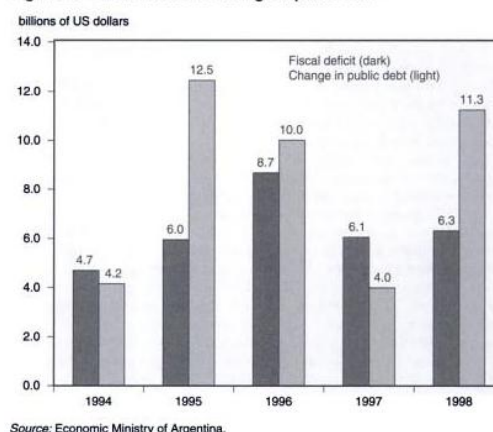
Figure 2.5 Argentina's current account balance, 1980–2001



**Gráfico 2 - Balanço de Conta Corrente  
Argentina**

Fonte: MUSSA, Michael 2002

Figure 2.3 Fiscal deficit and change in public debt



**Gráfico 3 - Déficit Fiscal e Variação da  
Dívida Pública Argentina**

Fonte: MUSSA, Michael 2002

O erro da política fiscal argentina vinha das províncias, que gastaram mais do que deveriam e depois o governo federal teve que se responsabilizar pelo pagamento. No sistema argentino, os governantes das províncias tinham incentivos para o gasto público, porém no final o responsável por pagar as contas era o governo federal. Isso ficava refletido no balanço de pagamentos consolidado do governo, que incorpora todos os níveis do governo. E o balanço consolidado ficava pior a cada ano.

Segundo Michael Mussa, no livro “Argentina And The Fund” de julho de 2002, existiam cinco razões pelas quais uma dívida pública em relação ao PIB na Argentina maior do que 40% era um fato preocupante. Primeiro, o país não tinha como aumentar significativamente a sua receita através do aumento dos impostos. Segundo, a maior parte da dívida pública argentina era em moeda estrangeira (dólares). Então o país enfrentava duas dificuldades: uma era convencer que ele era capaz de obter receita para pagar a sua dívida e a outra é que ele seria capaz de converter essa receita para a moeda estrangeira de acordo com a rígida paridade existente entre o peso e o dólar. O terceiro problema era o comportamento do déficit do governo, porque ele não estava estável, ele vinha crescendo ao longo dos anos, mostrando que o país não tinha capacidade de manter uma política fiscal responsável. Quarto, o país sofreu choques externos negativos, principalmente com o colapso brasileiro, deixando a economia argentina enfraquecida e favorecendo o aumento da dívida e ficando cada vez mais difícil consolidar a política fiscal. Quinto, um país emergente com uma dívida pública significativa estava claramente vulnerável e dependente da credibilidade do mercado



financeiro. Assim que o mercado acreditasse que o país fosse dar default, isso se tornaria uma profecia auto realizável.

O FMI sabia das dificuldades da Argentina em adotar uma política fiscal mais rígida e não encorajava o país a aumentar o seu déficit, mas ele falhou em pressionar o país para manter uma política fiscal mais prudente.

Inicialmente, na recuperação da economia argentina até a crise tequila, a política fiscal não era a maior preocupação do fundo porque o excesso de gastos em relação às receitas correntes não era alto. A maior preocupação era em relação à taxa de câmbio indexada ao dólar, que estava ficando sobrevalorizada em termos reais, devido uma inflação maior na Argentina do que nos EUA.

A Argentina em 1994 sofreu uma recessão devido à crise tequila, que se iniciou no México. O país se saiu bem na recuperação sem se exceder muito nos gastos. Porém, em 1995 a Argentina estava com a economia enfraquecida e começou a não cumprir as metas de déficit fiscal. Entretanto, o Fundo permitiu isso, pois a economia argentina precisava se fortalecer e ela se recuperou rapidamente até o final de 1995. Vale ressaltar que após a boa recuperação da crise tequila, a Argentina se tornou uma das economias emergentes mais bem sucedidas. Com a aprovação do mercado financeiro, o crédito privado estava altamente disponível para o país e portanto essa conjuntura favorável contribuiu para o sucesso da economia argentina.

Durante a recessão de 1995, é compreensível que o FMI tenha sido mais flexível em relação às metas do déficit fiscal, porém no período em que o país estava crescendo não ficou claro porque o FMI não pressionou a Argentina para manter uma política fiscal mais responsável. As metas impostas para a Argentina não eram rígidas e um valor significativo dos empréstimos ao governo era contabilizado como fora do orçamento. Manter uma política fiscal que aumentou a sua dívida pública foi um dos pontos chaves para o colapso da Argentina.

### *A crise*

Na história da crise argentina, não é fácil definir a partir de qual momento se tornou inevitável a catástrofe.

Um choque negativo importante foi o colapso brasileiro em 1999 que foi a desvalorização do real, retirando a Argentina do mercado financeiro internacional. Porém, assim que a situação se acalmou no final de 99, o país voltou a ter acesso ao mercado de crédito global. A Argentina conseguiu um relativo sucesso ao administrar a grande e instável dívida soberana no mercado de crédito global do final de 99 até meados de 2000.

A política de gestão da dívida argentina evitou dívidas de curto prazo e com taxa de juros flutuantes e também se beneficiou de um mercado de crédito interno bom, visando estabilizar a situação. Enquanto houvesse confiança no plano de convertibilidade e enquanto o país tomasse decisões para tornar o mercado bancário mais sólido, ele estava contribuindo para um aumento do crédito na economia.

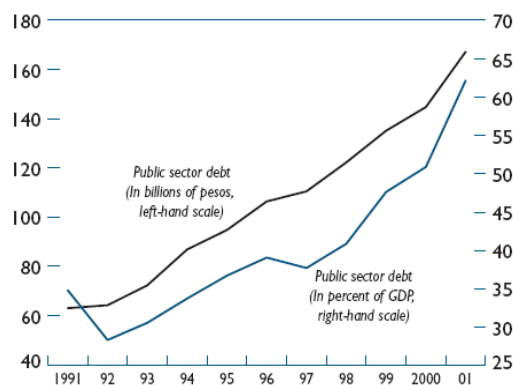
Politicamente a Argentina não estava tranquila de 99 até meados de 2000. O presidente Menem estava no final do seu segundo mandato, buscando uma brecha na legislação para se reeleger pela terceira vez e por isso não tinha incentivo para uma consolidação da política fiscal. Na segunda metade do ano 2000, as condições da Argentina pioraram ainda mais com eleição e com a administração do presidente Fernando de La Rúa, que minou a confiança dos mercados, inibindo sua ação. A partir desse momento as análises econômicas passaram a ser pessimistas e a possibilidade de um default do país começou a ser abertamente discutida.

Apesar da dívida argentina ser em sua maioria a uma taxa fixa e de médio prazo, reduzindo os riscos, o país não tinha previsão de gerar receita excedente que pudesse pagar pelo débito vencendo e portanto havia a necessidade de continuar refinanciando a sua dívida.

No final do ano 2000, a Argentina era o país emergente que mais tomava emprestado no mercado internacional. O mercado estava ficando saturado e a

insegurança em relação à Argentina honrar com sua dívida estava aumentando. A situação crítica da Argentina no final do ano era um desafio para o FMI, pois era uma economia emergente importante que estava enfrentando uma crise com risco de default e caos financeiro. Era um país que o fundo elogiou e apoiou como um modelo de economia e estava em perigo de ir tudo pelo ralo. Apesar de parecer que o país ia atingir as metas fiscais do programa apoiado pelo Fundo, a Argentina falhou de novo ao não atingi-las no ano 2000. O fundo internacional poderia ter parado de dar suporte financeiro para a Argentina, devido à performance ruim de sua economia, porém não o fez.

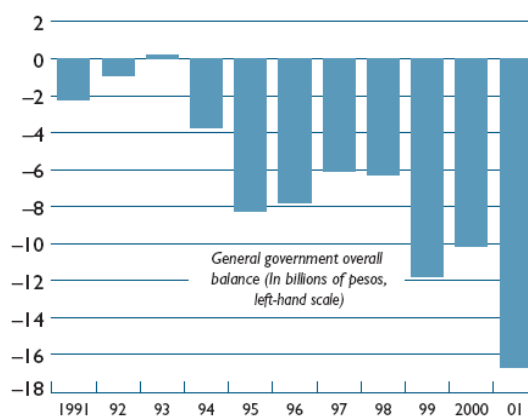
**Figure 2.6. Public Sector Debt and General Government Overall Balances**



**Gráfico 4 - Dívida do Setor Público**

**Argentina**

Fonte: FMI 2004



Source: IMF database.

**Gráfico 5 - Saldo das Administrações**

**Públicas Argentinas Em Geral**

Fonte: FMI 2004

A opção adotada foi continuar com o programa de apoio à Argentina em 2001, porém com um nível acima do padrão do FMI. As políticas do programa enfatizavam uma consolidação fiscal para assegurar que ele seria sustentável em longo prazo. O objetivo dele era dar uma última chance para a Argentina e evitar uma catástrofe como um default e colapso do plano de convertibilidade. O sucesso não era garantido mesmo que o governo argentino cumprisse com as políticas estabelecidas, principalmente na área fiscal que era a mais crítica.

O fato da comunidade internacional ajudar a Argentina era um sinal de credibilidade importante para o país. A Argentina no ano 2000 ainda tinha chances de evitar um colapso do plano de convertibilidade e um desastre econômico, se o governo

argentino buscase realizar as políticas que oferecessem uma esperança e adotasse medidas fiscais que tranquilizassem os credores de longo prazo, a cerca da sustentabilidade do crédito. Como evidência desse argumento, temos o fato que a Argentina nessa época ainda tinha reservas internacionais amplas e uma margem significativamente acima do tamanho da base monetária doméstica. A perda das reservas em 2000 foi recompensada pelo novo programa de apoio do FMI.

No mercado internacional, no final do ano 2000, as taxas de juros tiveram uma alta acima da média, levando a uma preocupação maior com a situação fiscal da Argentina, mas ainda sem convicção nenhuma em relação ao default. “Formalmente a condição para uma situação fiscal sustentável seria se a relação entre o superávit primário em relação ao PIB fosse maior ou igual à razão entre a dívida e o PIB, multiplicado pela diferença entre a taxa de juros sobre a dívida pública e a taxa de crescimento da economia.” (Mussa 2002) Para a Argentina, a relação entre a dívida pública e o PIB era de 50% e se crescesse mais que isso a situação se tornaria insustentável.

A Argentina inicia o ano de 2001 melhorando a sua situação econômica e reduzindo a dívida soberana substancialmente. O conselho do FMI aprovou um desembolso imediato de \$ 3 bilhões, levando a uma queda da dívida soberana e recuperando o acesso ao mercado de crédito. Entretanto, isso não durou muito pois um tumulto político iniciado na Turquia levou o país a um colapso. A Argentina foi contagiada, desencadeando uma deterioração da situação fiscal em fevereiro de 2001. As receitas estavam abaixo do esperado e os argentinos não estavam contendo os gastos como o planejado.

A deterioração fiscal fez com que o mercado voltasse a se preocupar com a Argentina. O presidente De La Rúa nomeou um novo ministro da economia, Ricardo Lopez Murphy e ele propôs novas medidas de consolidação fiscal, focadas em uma forte redução de gastos. Do ponto de vista de Michael Mussa, no livro “Argentina And The Fund” de julho de 2002, esse evento marcou o fim da esperança da economia argentina evitar o default e o caos econômico.

Uma política fiscal apertada é complicada quando o país já está em recessão, principalmente num regime como o argentino onde as províncias podem facilmente minar os esforços do governo federal. Entretanto, o lado positivo de uma política fiscal

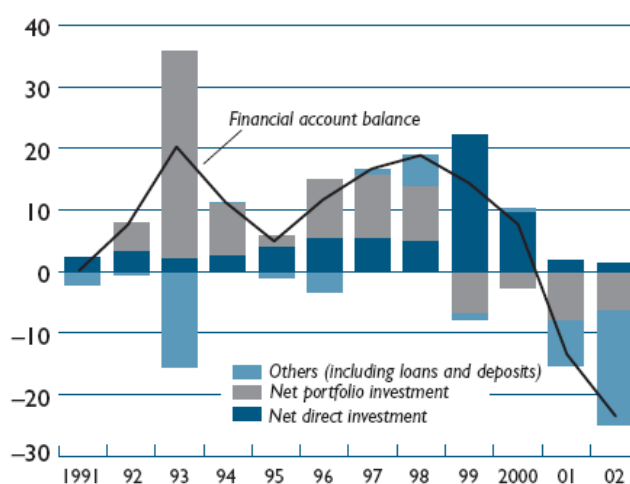
contracionista é que afeta positivamente as expectativas de solvência, sendo um fator essencial para a dinâmica de crédito funcionar. Uma vez que o mercado financeiro acreditasse que a Argentina não tinha mais saída, essa profecia seria auto realizável.

O ministro da economia Lopez Murphy partiu e então o presidente chamou Domingo Cavallo, que tinha sido o responsável pela recuperação da economia no início dos anos 90 com o plano da convertibilidade. Domingo Cavallo conseguiu a aprovação do parlamento para decretar as medidas econômicas, focados em reformas para aumentar a receita do país. As medidas adotadas inicialmente não foram o suficiente para atingir a meta do déficit no primeiro bimestre, porém foram suficientes para insinuar que se o país continuasse naquela direção, até o final do ano de 2001 a meta poderia ser atingida. Então, mesmo com a meta do primeiro bimestre não sendo atingida, o FMI já havia se comprometido em ajudar no final do ano 2000, portanto manteve a agenda dos desembolsos e a meta fiscal para o final de 2001, com a condição de que o país iria realizar esforços para atingi-la.

Em março de 2001, o mercado concluiu que não havia mais chance de sucesso para a Argentina, passando a apostar no pior. O ministro Cavallo ao encarar a deterioração da confiança do mercado durante a primavera de 2001, adotou diversas medidas em três áreas para tentar reverter a situação.

**Figure 1.2. Capital Flows**

(In billions of U.S. dollars)



Source: IMF, *International Financial Statistics*.

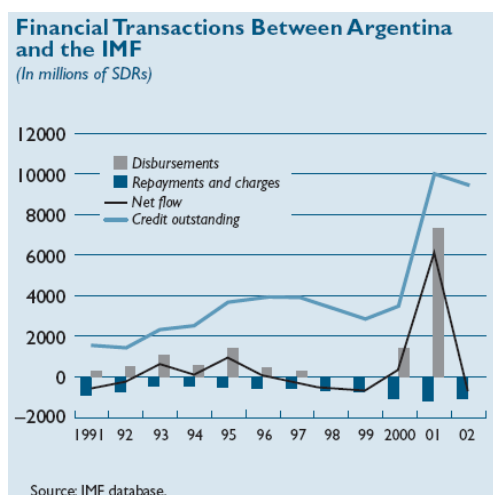
**Gráfico 6 - Fluxo de Capital**

Ele anunciou em abril de 2001 uma mudança no plano de convertibilidade; o peso passou a ser atrelado 50% ao dólar e 50% ao euro. Inicialmente essa nova taxa de câmbio serviria apenas para transações internacionais e seria implementada num sistema de taxas nas importações e subsídios para as exportações, para evitar violar o compromisso com o FMI de não criar uma taxa de câmbio múltipla. Essa mudança do plano de convertibilidade abalou negativamente a confiança do mercado financeiro internacional na Argentina.

Outra medida, adotada na primavera de 2001, foi uma política monetária acomodativa, ampliando os limites que eram permitidos no âmbito do plano de convertibilidade, reduzindo as reservas líquidas que os bancos tinham que ter. Entretanto, ele não tinha autoridade para determinar isso, quem tinha esse poder era o presidente do Banco Central e ele era contra tal medida. O presidente do Banco Central, Pou, foi convenientemente acusado de permitir lavagem de dinheiro e foi removido do cargo. Tal fato mostrou que a independência do Banco Central estava comprometida, o que prejudicou ainda mais a confiança dos mercados no país.

A terceira e mais importante iniciativa de Cavallo foi o grande swap da dívida do governo argentino que foi levado até o final de maio. Esse swap foi voluntário e não feito sob ameaça de default e foi caracterizado pelo seu sucesso. Porém no swap o governo argentino conseguiu uma redução em suas obrigações de serviço da dívida, entre 2001 e 2005, de apenas cerca de \$12 bilhões, em detrimento do serviço da dívida adicional de cerca de \$66 bilhões nos anos pós-2005. Foi visto como um ato de desespero para ter um alívio da dívida no curto prazo.

Em julho de 2001, a Argentina ficou realmente preocupada com uma possível quebra do plano da convertibilidade. O governo estava ficando sem caixa. Com isso, o FMI acelerou o plano de desembolsos e injetou US\$8 bilhões na economia argentina. O mercado financeiro reagiu positivamente a essa notícia. Entretanto, logo depois Cavallo anunciou que iria objetivar uma política fiscal mais ambiciosa, visando um déficit fiscal zero. Tal plano não era realista, gerando uma reação negativa do mercado, fazendo a economia argentina entrar em uma recessão em espiral, com a pressão de taxas de juros mais elevadas. O aperto fiscal para atingir o déficit zero, não era uma política aceitável e não era economicamente sensata.



**Gráfico 8 -**  
**Transações Financeiras entre o FMI e a**  
**Argentina**

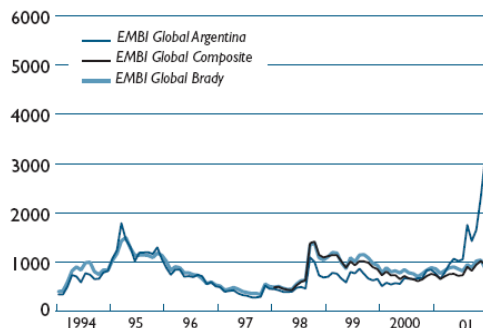
Fonte: FMI 2004

O FMI se comportou no caso argentino de forma incomum, o resultado foi extraordinário, tanto pelo tamanho do apoio do fundo quanto pela falta de justificativas razoáveis para tamanho empenho. O desembolso, segundo Michel Mussa, no livro “Argentina And The Fund” de julho de 2002, foi o segundo maior já feito na história do FMI ( mais de \$6 bilhões ) até aquela época.

A economia argentina estava com um desempenho muito abaixo das metas estabelecidas pelo programa do FMI, com taxas de juros elevadas que estavam aprofundando a recessão, sem nenhuma chance real de implementar uma política fiscal que fizesse o país atingir as metas do déficit anual. Concluímos então que o programa estava irreparavelmente fora do seu caminho.

Em agosto de 2001, a esperança por um bom resultado era pura fantasia. As reservas bancárias haviam se reduzido em mais de US\$10 milhões e também houve uma perda de uma quantia significativa das reservas em moedas estrangeiras do país. O PIB estava caindo e a política fiscal claramente não atingira sua meta. O FMI injetou mais uma vez a quantia de US\$6 bilhões na economia como medida de emergência para evitar o default. Esta ajuda serviu apenas para adiar a catástrofe por alguns meses. (Mussa 2002)

**Figure 1.4. Interest Rate Spreads over U.S. Treasuries<sup>1</sup>**  
(In basis points)



Source: Datastream.  
1JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI)—Global Stripped Spreads.

**Gráfico 7 - Spreads de Taxa de Juros**  
**dos Títulos do Tesouro dos EUA**

Fonte: FMI 2004

Em outubro de 2001, vieram as eleições parlamentares e dos governadores das províncias. A oposição aos Peronistas saiu vitoriosa, passando a situação a ter menos apoio para a política fiscal de déficit zero de Cavallo. Os governos das províncias estavam negligentes em relação aos pagamentos das suas obrigações. No mercado financeiro mundial, o valor dos títulos da Argentina despencou, aumentou muito o spread em relação ao título do governo americano de moeda equivalente.

Cavallo estava sem saída e pediu para os credores um reescalonamento do débito. Primeiramente, ele abordou os credores domésticos, eles aceitaram taxas de juros mais baixas e prazos maiores. Os credores externos foram mantidos fora dessa proposta para evitar um default declarado oficialmente.

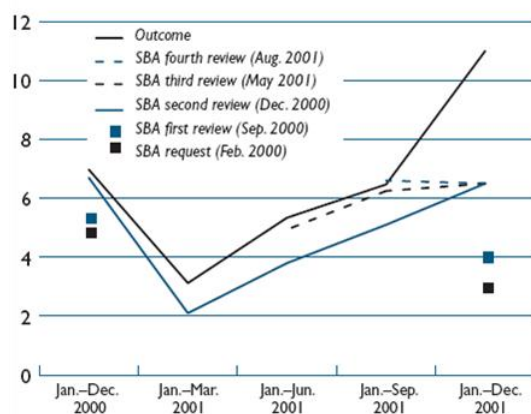
**Tabela 1 - Consolidado do Setor Público da Argentina**

**Table A3.2. Consolidated Public Sector**  
(In percent of GDP)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Balance	-0.4	0.0	-1.4	-2.3	-3.1	-2.0	-2.0	-4.1	-3.6	-6.3
Revenues	23.4	24.6	24.2	23.2	22.2	23.2	23.8	24.3	24.7	23.6
Expenditures	23.8	24.6	25.6	25.5	25.4	25.3	25.9	28.5	28.4	29.9
Primary balance	1.4	1.4	0.2	-0.5	-1.1	0.3	0.6	-0.7	0.4	-1.4

Source: PDR (2003).

**Figure 3.3. Evolution of Fiscal Deficit Targets and Outcomes**  
(In billions of pesos)



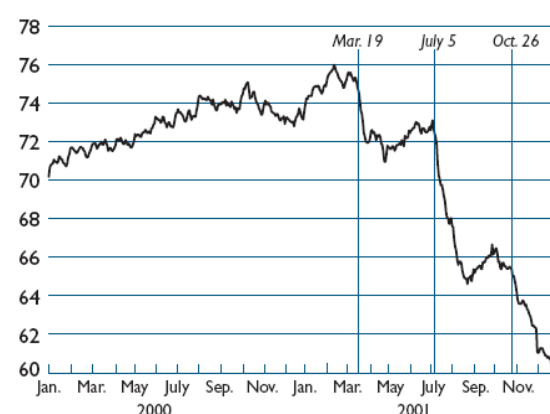
Source: IMF staff reports.  
Note: Targets refer to the overall cumulative deficit of the federal government.

**Gráfico 8- Evolução de Metas de Déficit Fiscal e Resultados da Argentina**

Fonte: FMI 2004

Em novembro de 2001, o governo começou a ficar sem caixa. A situação precária, acirrou ainda mais a fuga de depósitos e reservas bancárias. No final desse mês o governo foi forçado a fechar todos os bancos e anunciar que quando eles reabrissem as

**Figure 3.2. Bank Deposits, January 3, 2000–December 31, 2001**  
(In billions of pesos)



Source: Bloomberg.

**Gráfico 9 - Depósitos Bancários da Argentina (Jan. 2000 – Dec. 2001)**



retiradas estariam limitadas a US\$250 por semana. Essa foi uma medida temporária que durou apenas três meses e os argentinos realizaram o que estava acontecendo. O plano da convertibilidade havia acabado.

Depois de três anos de recessão, com a taxa de desemprego chegando a 20% e subindo, privados de acessar os seus depósitos bancários e com a moeda argentina se desvalorizando nos mercados paralelos, os argentinos se revoltaram com tal situação e iniciaram tumultos e motins por todo país com lojas e bancos sendo saqueados. Ao se deparar com o caos, o ministro Cavallo reconheceu que havia falhado e renunciou e logo depois o presidente De La Rúa também o fez.

### *Conclusão:*

A década de reforma e estabilização da Argentina terminou de forma trágica. Essa história poderia ter terminado de forma diferente caso tivessem adotado uma reestruturação da dívida e um plano racional para lidar com as consequências que teriam no sistema financeiro. O Plano da Convertibilidade deixava a economia argentina em um quadro muito rígido de política monetária e taxa de câmbio, limitando as opções disponíveis para responder aos choques.

Entretanto as reformas de Carlos Menem e Cavallo trouxeram um período de estabilidade, progresso econômico e eliminação da inflação. Depois da recessão de 95, a economia argentina cresceu num ritmo acelerado, o comércio era significativamente liberal, privatizaram empresas públicas que eram ineficientes e obrigaram-nas a se tornarem muito mais eficientes. O sistema bancário passou a ser mais sólido, e um sistema de previdência privada foi criado. Desenvolveram o mercado financeiro doméstico, reduziu-se significativamente o número de argentinos vivendo abaixo da linha da pobreza, reduziu-se o índice de mortalidade infantil, entre outros benefícios que se difundiram amplamente.

Portanto, a reforma teve seus benefícios, mas falhou em atender adequadamente persistente fraqueza fiscal da Argentina e acabou por minar todo esse progresso. Com o default e o colapso do plano de convertibilidade, o conjunto da falência do mercado financeiro e a perda de credibilidade levou o país a enfrentar a pior crise dos últimos tempos.

## Grécia

### *Introdução*

Nessa última década a Grécia passou por grandes mudanças, crescendo rapidamente e depois entrando em uma das piores recessões da história. O país no início da década passou a fazer parte da união monetária mais importante até hoje na história da economia mundial, estava com uma moeda forte e crescendo, até ser afetado por um desequilíbrio externo e entrar numa profunda recessão.

A Grécia, no início da década de 80, estava com sua economia abalada devido aos acontecimentos da década anterior. Com o fim de Bretton Woods e os choques do petróleo. A economia ficou desestabilizada e a inflação aumentou. Entretanto, em 1981, o primeiro ministro, Andreas Papandreou, visando recuperar a economia grega adotou uma política populista sendo o responsável pelo Estado forte e ineficiente que perdura até hoje no país.

Em 1981, a Grécia passou a fazer parte da Comunidade Europeia, que tinha sido criada em 1979. A moeda comum só veio a ser criada em 1999 por 11 países da Comunidade Europeia. O tratado de Maastricht foi assinado em 1991 e definiu o processo de transição da taxa fixa para o euro, estabelecendo vários critérios de adesão para estados membros, como limite para a dívida pública, um teto para inflação, entre outros. A Grécia só aderiu à zona do euro em 2001 e desde então o país é criticado por gastos excessivos. Ao adotar o euro, uma moeda forte, as taxas de juros passaram a ser mais baixas, o que incentivava o país a se alavancar. Em 2006, os gregos conseguem sair do EDP (Excessive Deficit Procedure), mas voltaram a exceder os gastos no ano seguinte.

Em 2008, o mundo passou pela pior crise desde de 1930, iniciando nos EUA, desencadeando uma falta de credibilidade e uma recessão na economia mundial. A Grécia, em relação a seus parceiros, demorou um pouco mais para sentir os efeitos da crise. Um dos fatores que ajudou o país foram os salários, que por terem sido fixados antes da crise estavam incorporando uma expectativa de alta na inflação. Entretanto a inflação caiu e a produtividade também no final do ano.

Em 2009, a situação do país piorou, pois os gastos continuavam excessivos, elevando ainda mais a dívida pública e desencadeando uma desconfiança dos mercados e medo de um default grego. A crise grega se alastrou e prejudicou outros países da zona do euro que também tinham dívidas excessivas, como Itália, Espanha e Portugal, agravando a situação europeia.

O FMI e a Comunidade Europeia se reuniram para ajudar a Grécia. Em abril de 2010, um desastre na economia grega parecia inevitável, mas a Comissão Europeia e o FMI concederam um financiamento e foi feito o Programa de Ajustamento Econômico com o memorando de políticas financeiras e econômicas que evitaram o default.

O país adotou as medidas necessárias para se recuperar, porém não estava caminhando como o esperado. O ajuste fiscal levou a uma queda na demanda doméstica, mas mudanças positivas no cenário internacional favoreceram o país.

Em 2011, o PIB do país caiu ainda mais e o setor financeiro grego se deteriorou. A situação do país hoje é tal que não tem saída fácil, os mecanismos necessários para a Grécia sair da crise e se manter na zona do euro, num primeiro momento, agravam ainda mais a recessão, mas tais ajustes são necessários e devem ser feitos com determinação.

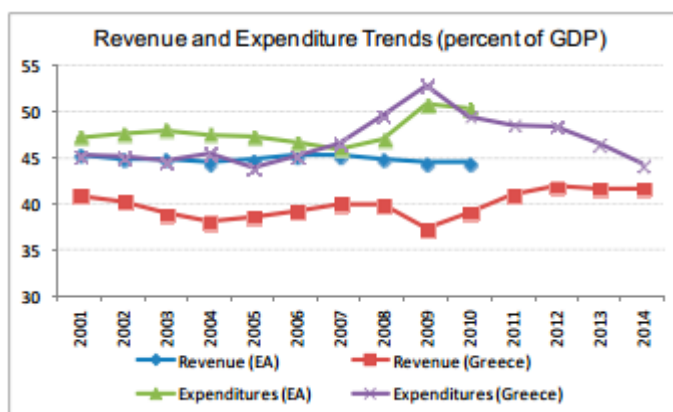
### *Antecedentes à crise*

Foram vários os fatores levaram a Grécia à crise que ela enfrenta atualmente. Segundo o relatório do FMI, os principais fatores que levaram o país à crise foram: endividamento público e privado muito elevados, um setor público ineficiente e falta de competitividade grega. (FMI 2009)

Segundo Donadio e Kitsantonis, uma das raízes da crise atual tem sua origem nos anos 80 quando Andreas Papandreou, primeiro ministro (1981), para estabilizar a economia grega expandiu o setor público, tornando-o forte e ineficiente. No início dos anos 80, a economia grega estava abalada porque na década anterior houve o fim de Bretton Woods e os choques do petróleo, desestabilizando a economia do país e aumentando a inflação bruscamente. Papandreou, para recuperar a economia grega adotou uma política populista através da expansão do setor público, criando empregos e tornando-o cada vez mais burocrático e tal estrutura perdura até hoje. (DONADIO, Rachel; KITSANTONIS, Niki. 2010.)

Em 1981 a Grécia aderiu a Comunidade Europeia que tinha sido fundada em 1979, trazendo benefícios para a economia do país. A Comunidade Europeia sobreviveu aos anos 80 e aos anos 90. No final dos anos 90, em 1999, onze países fizeram uma união econômica e monetária criando o euro. O tratado de Maastrich, assinado em dezembro de 1991 definiu o processo de transição, este também estabelecia diversos critérios para a adesão e penalidades para os membros que violassem as regras. A Grécia foi aceita na zona do euro dois anos depois dela ser fundada, em 2001 e desde então a Grécia vem tomando empréstimos de maneira excessiva. (Anon. 2011b) Como o euro é uma moeda forte, ele possibilitava empréstimos a taxas de juros muito baixas e os gregos aproveitaram esse dinheiro fácil e se endividaram cada vez mais.

Entretanto em 2006 a Grécia conseguiu sair do EDP (Procedimento de Déficit Excessivo) que é definido pelo Tratado de Maastricht. Em 2007, porém o país voltou a gastar mais que o limite estabelecido pelo tratado, devido às quebras na receita e aumento dos gastos e em 2008 o déficit se expandiu em mais de 5% do PIB, com uma maior deterioração estrutural. (FMI 2009)

**Gráfico 10 - Tendências de Receitas e Despesas da Grécia**

Fonte: FMI 2011a; IMF Country Report No. 11/175

Apesar dessa deterioração fiscal, desde a adoção da moeda comum, a economia do país vinha passando por um boom de crescimento. Havia crédito disponível com baixas taxas de juros, possibilitando uma redução do gap da renda do país com a zona do euro. A produção vinha crescendo e a imigração também, aumentando a força de trabalho. O desemprego estava em queda, a produtividade do trabalho estava aumentando e os salários cresciam rapidamente. Os gregos vinham tentando alcançar o resto da Europa e melhorar a sua competitividade, que era prejudicada pela elevada inflação e alto custo do trabalho. (FMI 2009)

O ano de 2008, no entanto, foi um ano tumultuado para a economia mundial devido à crise do subprime nos Estados Unidos, levando importantes instituições financeiras à falência e abalando uma das mais fortes economias do mundo. O mundo todo foi afetado e tal fato desencadeou uma desconfiança e falta de liquidez no mercado global. Como consequência veio uma recessão. “A crise financeira global enfraqueceu a confiança e gerou spreads crescentes, assustando o mercado. O consumo caiu e o custo dos empréstimos em termos absolutos foram mantidos, mas a rentabilidade dos títulos começou a cair no curto prazo.” (FMI 2009)

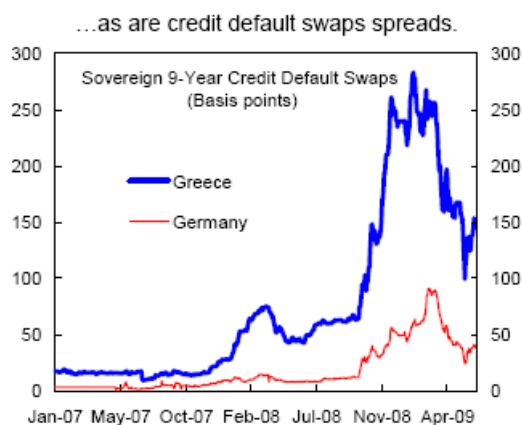
A Grécia, em relação aos outros países demorou a sentir os efeitos da crise. Em parte, isso é explicado pela manutenção do consumo, devido aos salários elevados, apesar de uma queda no crescimento, no investimento e no emprego. As importações também haviam se contraído e o déficit em conta corrente havia piorado. Mas os salários reais cresceram, pois os acordos salariais haviam sido fixados incorporando

altas expectativas de inflação, que resultava em 12% de aumento nominal nos salários ao longo desse período. No final de 2008, ao contrário das expectativas, a inflação estava em declínio, aumentando o salário real e melhorando a renda das famílias. O ponto negativo desse aumento real dos salários é que prejudicava ainda mais a competitividade grega na zona do euro, porque os salários estavam acima da média da Europa. Isso levou a um aumento do setor informal no país, tornando-o mais forte e servindo como um amortecedor para a economia grega. (FMI 2009)

“Depois de uma década de forte crescimento liderado por um boom da demanda interna, a Grécia começou a sentir os efeitos da crise global, embora com algum atraso. Apesar da elasticidade inicial parcialmente explicada pelo elevado crescimento dos salários e os gastos acelerados do governo, o crescimento se abrandou substancialmente no início de 2009. As principais forças motrizes foram a redução do investimento e das exportações, desestocagem e uma diminuição do consumo privado devido a redução da confiança e do emprego”. O déficit da conta corrente externa no final de 2008 já se aproximava de 14,4% do PIB devido à redução da demanda doméstica e a queda nas importações. (FMI 2009)

No início de 2009, os mercados já refletiam os efeitos da crise. Os spreads do título do governo vão para níveis abaixo do seu pico, as EDF (Probabilidade Esperada de Default) começam a aumentar e os swaps de default do crédito aumentam também. O governo concluiu o financiamento para aquele ano e os spreads voltam a cair, mas os gastos continuavam elevados e a relação dívida PIB estava aumentando rapidamente.

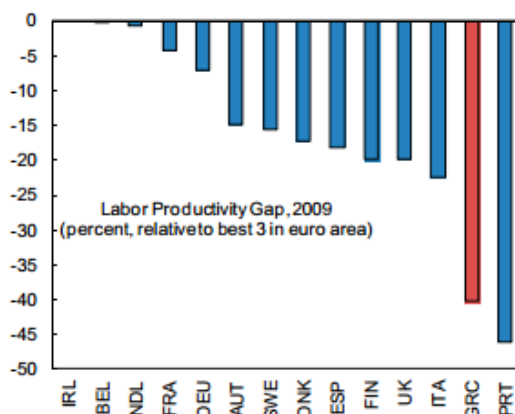
**Gráfico 11- Spreads do Default Swap de Crédito da Grécia**



Fonte: FMI 2009, Article IV

Inicialmente os bancos reagiram bem à crise, mas mesmo assim as autoridades gregas implementaram um pacote de ajuda para reforçar a confiança no setor financeiro. Tal ajuda incluía injeções de capital, assistência de liquidez e garantias de financiamento. Entretanto, o ambiente financeiro vinha se degradando, o mercado de ações estava em queda e a rentabilidade dos bancos estava menor devido aos maiores custos de financiamento. Como consequência do ambiente mais hostil e arriscado houve uma redução na qualidade dos ativos no sudeste da Europa, incluindo os da Grécia e os bancos foram rebaixados nas agências de ratings.

**Gráfico 12 - Gap da Produtividade do Trabalho da Grécia em 2009**



Fonte: FMI 2011; IMF Country Report No. 11/175

A economia grega entra no ano de 2009 com sua competitividade ainda mais prejudicada, com os acordos salariais fixados antes da crise e refletindo a expectativa de aumento da inflação, quando na realidade a inflação caiu, levando a salários reais maiores e uma inflação maior que a media da zona do euro, prejudicando ainda mais a competitividade da Grécia. As empresas reduziram sua produção através da redução das jornadas de trabalho formais e aumentaram os acordos informais a custos mais baixos. Segundo o Article IV Consultation, a concorrência externa também era prejudicada por outros fatores como a falta de competitividade interna e os altos custos administrativos e custos de ineficiências.



Gráfico 13- Inflação Grécia ( Jan. 2005 - Jan. 2009)



Fonte: FMI, Article IV

Ao longo de 2009, com a crise, a dívida pública continuou crescendo, a competitividade grega estava pior ainda devido à alta da inflação e ao alto custo do trabalho. Como consequência o consumo e a atividade comercial estavam em queda. Havia uma dificuldade de formular políticas para melhorar a economia grega, pela falta de consenso político. O partido democrático de direita estava no poder, mas em outubro de 2009 um socialista foi eleito como primeiro ministro da Grécia, o George A. Papandreou.

“No final de 2009, o novo governo do primeiro-ministro George A. Papandreou anunciou que tinha descoberto que seu antecessor conservador tinha falsificado números do orçamento, ocultando uma dívida inchada que estava crescendo rapidamente na esteira da crise econômica global... Após a revelação da verdadeira dimensão do seu déficit, a Grécia foi rapidamente congelada para fora dos mercados de títulos” (Anon. 2011b)

O déficit orçamentário da Grécia subiu para 13,6% do PIB e sua dívida passou para 400 bilhões de euros. A partir daí, o mundo passou a se preocupar com a Grécia e vieram à tona discussões sobre a possibilidade do default grego e o medo do contágio para outros países europeus. Passou a ser uma possibilidade da Grécia sair da zona do euro como uma das soluções para a crise. (Anon. 2012)

### *A crise*

A recessão expôs o modelo distorcido de crescimento que vinha prevalecendo no país, sustentado pelo endividamento público e privado e sem espaço para as empresas aproveitarem as oportunidades oferecidas pela zona do euro. Os principais desafios da economia grega eram: o problema fiscal, o país tinha um elevado déficit e uma alta dívida pública e o problema de competitividade. Para o governo ter uma política fiscal mais sustentável era necessário uma queda no déficit e a redução da relação dívida/PIB. Para alcançar isso era preciso reduzir seus gastos sendo que 75% destes são salários de funcionários públicos e pensões. Para a economia grega ganhar competitividade eram necessárias políticas e reformas para crescimento, que modernizassem a economia abrindo oportunidades para todos e que houvesse uma queda na inflação e nos custos. (FMI 2010a)

Com o déficit orçamentário de 13,6% do PIB e uma dívida pública de 115% em 2009, as reformas eram urgentes para poder evitar que a economia grega caísse numa espiral negativa.

No início do ano de 2010, um desastre parecia inevitável. No entanto, a Grécia recorreu à ajuda externa, a Comissão Europeia juntamente com o FMI e o BCE, concederam um financiamento ao país. Foi feito o Programa de Ajustamento Econômico que contém um memorando de políticas financeiras e econômicas. Evitou-se o iminente default grego. Esse programa era focado em estabilizar a economia, tornar o país mais competitivo e restaurar a confiança dos mercados, através de um ajuste fiscal com o apoio de um pacote de financiamento de € 110 bilhões (cerca de US\$145 bilhões) (FMI 2010a).

A reforma focava nos dois piores problemas da Grécia, que eram: a falta de competitividade e alta dívida pública. Os principais pontos da reforma eram: consolidação fiscal; reduzir os gastos do governo via redução dos salários e das pensões; aumento dos impostos, principalmente sobre bens de luxo e outros bens como fumo e bebidas alcoólicas; reforçar a cobrança de impostos, evitando sonegação; um Fundo para Estabilidade Financeira deveria ser criado para deixar os bancos mais

sólidos; programas sociais do governo seriam reduzidos, permanecendo apenas aqueles mais necessários; uma reforma nas aposentadorias, reduzindo as aposentadorias antecipadas; redução dos gastos militares; e políticas estruturais para criarem um ambiente mais favorável aos negócios, como privatização de estatais, melhoras no mercado de trabalho e políticas para melhorar a renda. (FMI 2010a) O programa incluía um apoio aos bancos com um Fundo de Estabilidade Financeira para ajudar os bancos a lidarem com pressões de solvência, deflação e queda na rentabilidade devido à recessão. (FMI 2010b)

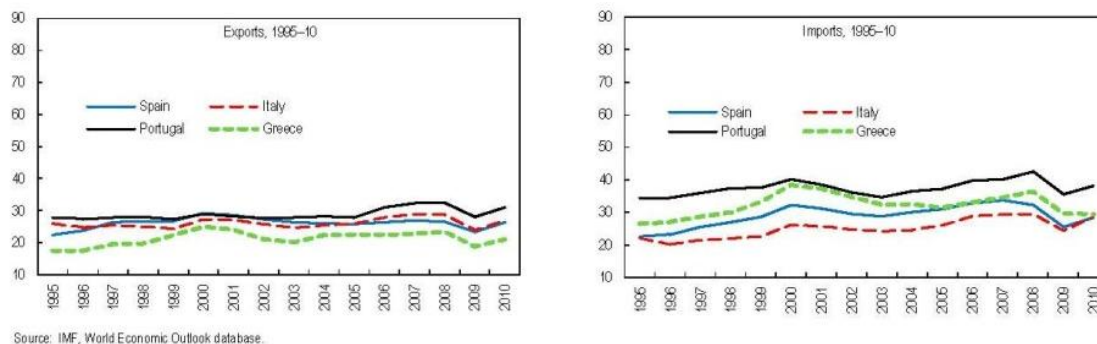
Nesse programa de ajuda à Grécia não incluía uma reestruturação da dívida, principalmente porque vários países da comunidade europeia detinham títulos da dívida pública grega e ao reestruturá-la não se sabia qual seria o efeito nos outros países podendo contagiá-los com a recessão. “Além do mais, a reestruturação da dívida não melhoraria a capacidade de crescer da Grécia. Os tipos de reformas fiscais e estruturais a serem postas em prática no âmbito do programa do Governo são projetados para fazer isso - para reduzir os custos, para tornar o mercado de trabalho mais flexível e para melhorar a clima nos negócios e investimentos.” (FMI 2010b) Segundo o FMI, o mais importante no curto prazo, era a Grécia reduzir seu déficit primário e manter uma administração prudente da dívida pública.

A economia grega teve um desempenho pior do que o esperado em 2010, pois os ajustes fiscais necessários juntamente com a queda do investimento e do consumo levaram a uma queda na demanda doméstica, causando uma contração de 4,5% do PIB em 2010. Ao longo do ano, houve um aumento do desemprego, mais de 180 mil empregos foram perdidos, a taxa de desemprego atingiu 14,2% e como consequência houve uma redução na produtividade de 1,8%. ( BC da Grécia 2011)

A melhora no cenário internacional, no entanto, teve um impacto positivo sobre a economia grega, porque aumentou as exportações contribuindo assim positivamente para a balança comercial. Vale ressaltar, que o aumento das exportações não se deu devido a uma melhora da competitividade grega e sim devido à recuperação do comércio internacional. As exportações em relação ao PIB da Grécia representam menos do que em outros países europeus. As exportações correspondem a 21% do PIB contra 40,5% dos países da zona do euro como um todo. Portanto, a Grécia ainda pode

expandir suas exportações, tendo uma melhor participação no comércio internacional caso venha a melhorar sua competitividade. (BC da Grécia, 2011)

**Gráfico 14- Exportações e Importações da Grécia até 2010**



Fonte: FMI 2012b

Em 2010, segundo uma pesquisa do FMI, a Grécia tinha feito progressos nas reformas e mostravam sinais de melhora na sua competitividade, gerando expectativas positivas. O déficit havia sido reduzido em 5% , apesar do PIB ter se contraído em 4%, porém ainda não havia atingido sua meta. O desemprego vinha crescendo e a economia ainda estava se ajustando. (FMI 2011a)

A Grécia perdeu sua credibilidade no mercado internacional, as perdas de depósitos prejudicaram ainda mais o sistema financeiro grego, mas o suporte de liquidez excepcional do BCE vinha preservando a estabilidade. Enquanto isso, continuou o processo de melhoria de competitividade e do reequilíbrio com recessão. A queda dos salários nominais e os ganhos de produtividade ainda não estavam evidentes. As metas de ajuste fiscal foram cumpridas no início de 2011, apesar de fatores temporários terem ajudado. (FMI 2011a)

Tabela 2– Decomposição das Mudanças na Dívida Pública Em Relação ao PIB da Grécia

Table 22 Decomposition of changes in the general government debt-to-GDP ratio <sup>1</sup>											
(percentages of GDP)											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
General government debt-to-GDP ratio	103.7	101.7	97.4	98.9	110.0	107.7	107.5	113.0	129.4	145.0	165.3
Changes in the general government debt-to-GDP ratio	0.3	-2.1	-4.2	1.4	11.2	-2.4	-0.1	5.5	16.3	15.6	20.4
– Primary balance	-2.0	-0.7	0.7	2.6	1.0	1.3	2.0	4.8	10.6	5.0	2.3
– Change in GDP and change in interest rates	-0.9	-1.4	-4.5	-2.0	0.2	-4.1	-2.4	0.1	5.5	7.9	14.9
– Deficit-debt adjustment <sup>2</sup>	3.2	0.1	-0.4	0.9	10.0	0.3	0.2	0.7	0.2	2.8	3.1

Sources: Ministry of Finance, General Directorate of Economic Policy, "Hellas: Macroeconomic Aggregates" and ELSTAT.

\* Provisional data.

<sup>1</sup> Changes in the debt ratio have been decomposed using the following formula:

$$\left( \frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left( \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

where  $D_t$  = general government debt  
 $PB_t$  = primary balance (deficit or surplus)  
 $Y_t$  = GDP at current prices  
 $g_t$  = nominal GDP growth rate  
 $i_t$  = average nominal rates on government debt  
 $SF_t$  = deficit-debt adjustment

<sup>2</sup> The deficit-debt adjustment includes expenditure or liabilities assumed by the general government that do not affect the deficit but increase debt, as well as proceeds (e.g. from privatisation) that do not affect the deficit but reduce debt.

Fonte: BC Grego 2011

De acordo com o Banco Central Grego, grandes déficits públicos e dívida pública elevada não podem promover um crescimento sustentável. Portanto é fundamental para o crescimento econômico estabilizar a economia, através de empreendimentos produtivos e competitivos voltados para a exportação. Segundo o Banco Central Grego, o primeiro passo seria acelerar as reformas na Grécia, o segundo seria mitigar os efeitos da crise, o terceiro seria atrair investimentos externos, o quarto seria modificar o modelo de crescimento grego e o quinto seria um plano de ação para o crescimento com as principais reformas e fontes de crescimento. ( Banco Central Grego, 2011) Apesar dos progressos, a economia grega enfrenta problemas para agir de forma objetiva e oportuna, juntamente com a recessão, isso resultou numa piora da dinâmica da dívida pública. O pacote de ajuda financeira à Grécia é o maior já visto na história econômica até hoje. (Banco Central Grego 2012)

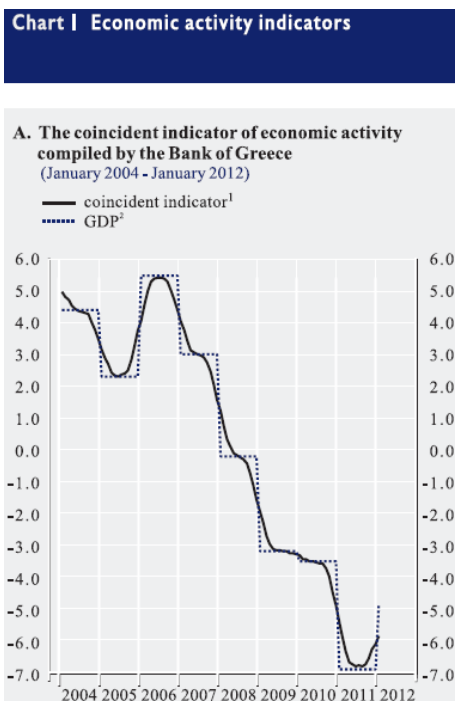
A Grécia vem enfrentando um momento crítico em seus esforços de reforma. O ajuste fiscal foi executado antes de obterem resultados nas mudanças estruturais e institucionais aprofundando a recessão. A confiança do mercado na Grécia caiu drasticamente, colocando mais pressão sobre o sistema financeiro. ( FMI 2011a)

Em 2011, o programa de ajuda à Grécia foi revisto adaptando as metas ao desempenho do país. Entretanto ele não foi bem sucedido, porque houve a necessidade de realizar um segundo programa para a Grécia em 2012. Para que tal ajuste do programa de 2010, feito em 2011, ter sido bem sucedido era necessário que o governo tivesse implementado os ajustes fiscais e realizado as privatizações a tempo. Além de implementar as reformas estruturais de forma mais vigorosa para fortalecer a competitividade grega e se integrar melhor na zona do euro. A Grécia não tinha acesso ao mercado de capitais, necessitando de suporte durante mais tempo.

Segundo BC da Grécia, suas medidas precisam ir além do memorando de intervenções. Existem três principais pré-requisitos para o crescimento: restauração da confiança, eliminando a incerteza, criação de um ambiente favorável para empreendimentos e a transferência de produção do setor público ineficiente para o setor privado. Em 2011, um plano de crescimento de curto e médio prazo era urgente para agir juntamente com o ajuste fiscal. Existiam reformas com objetivos de curto prazo, como privatizações de empresas estatais, que reestabeleciam projetos de investimento em infraestrutura e melhoria do ambiente de negócios, com redução da burocracia, restaurando a competitividade. Havia também reformas estruturais que visavam mudar o modelo da economia e melhorar o crescimento, como reforçar a competitividade do mercado de bens e serviços, modernizar a administração pública, acelerar processos judiciais, simplificar a regulação, dar suporte à mobilidade aos mercados, encorajar empreendimentos, melhorar a eficácia da educação e estabilizar o sistema de impostos. (Banco Central Grego 2012)

As expectativas para 2011 eram otimistas, porém no final do ano, percebeu-se que a recessão seria mais profunda do que estavam esperando. Não haviam evidências de melhoria no sentimento dos investidores nem do aumento em investimentos, mas o ritmo das reformas ainda não estava avançado o suficiente para começar a transformar o clima de investimento. No entanto, as exportações estavam se recuperando, apoiadas por custos unitários do trabalho mais moderados, levando a um crescimento mais equilibrado e sustentável a médio prazo. A inflação desceu em relação ao ano passado e deverá manter-se abaixo da média da área do euro no período posterior. (FMI 2011b)

Gráfico 15- PIB Grécia ( 2004 – 2011)



Fonte: BC grego2012

O PIB real em 2011 se contraiu 6,9% impulsionado pela queda continua do consumo e do investimento. Outro fator que afetou negativamente o PIB foi a interrupção da tendência de crescimento das exportações, que vinham bem e caíram no último trimestre de 2011 devido à redução da atividade econômica dos parceiros da Grécia e também devido aos constrangimentos financeiros enfrentados pelas empresas exportadoras. O desemprego aumentou ainda mais em 2011 chegando a 16,5%. O setor financeiro também piorou, a taxa de expansão do crédito passou a ser negativa nesse ano. O crédito se reduziu devido à queda da demanda por crédito durante a recessão e também porque os bancos enfrentam um aperto de liquidez. (FMI 2011d)

“Na área fiscal, o governo alcançou uma grande redução no déficit desde o início do programa, apesar de uma recessão profunda.” (FMI 2011c) Embora, segundo o FMI, por volta de outubro de 2011, não era mais possível para os gregos cumprirem sua meta fiscal, em parte por causa da queda no PIB mas também por falhas na implementação de

medidas acordadas. Devido a atrasos nas privatizações as receitas de 2011 foram menores do que o esperado. (FMI 2011c)

Em dezembro o FMI já havia injetado 2,2 bilhões de euros no país, de acordo com o Stand By Arrangement de 3 anos, mesmo assim a tendência da recessão piorar continuava e a esperada melhora não estava se materializando. A meta de déficit para 2011 era de 7,5% , mas os gregos não a atingiram. Em 2010, eles conseguiram reduzir o máximo que poderiam alcançar através de aumento de impostos. Agora o esforço deveria ser de corte de gastos. Segundo Thomsen “O que a análise da sustentabilidade da dívida mostra é que a perspectiva para a dívida é altamente dependente do crescimento. Isso, é claro, enfatiza o ponto de que tudo se trata sobre: reformas estruturais para aumentar a produtividade. Se não conseguir este impulso ao crescimento potencial a médio prazo, a análise da sustentabilidade da dívida mostra que há claramente um problema” (FMI 2011d)

No final de 2011, o país havia progredido mas as reformas ainda estavam atrasadas e segundo Thomsen, esse era um dos principais motivos pelos quais os investidores ainda não haviam retomado a credibilidade. (FMI 2011d)

No início de 2012, foi feito um novo pacote de ajuda à Grécia com um financiamento de 130 bilhões de euros. O FMI concedeu um financiamento no âmbito de Extended Fund Facility, (EFF) e o acordo aprovado em 2010 com duração de três anos, o SBA, foi cancelado. A contribuição do FMI nesse pacote é de 28 bilhões de euros e serão desembolsados em parcelas iguais durante um período de quatro anos. (FMI 2012c)

As reformas tem a seu favor os progressos realizados no antigo programa, o SBA, e esse novo programa está renovando as forças e propondo estratégias para colocar mais ênfase na implementação de reformas estruturais para acelerar o crescimento econômico e do emprego. (FMI 2012c)

Os objetivos do programa se mantiveram: melhorar a competitividade, realizar um ajuste fiscal e alcançar a estabilidade financeira. Segundo Lagarde, a expectativa para esse novo pacote era boa, porém seu desempenho dependia do comprometimento dos gregos em implementar as reformas necessárias. A expectativa era que as combinações de esforços políticos substanciais de longo prazo e as contribuições financeiras dos



setores oficiais e privados criassem o espaço necessário para garantir melhorias na sustentabilidade da dívida e da competitividade. Essas ações, em conjunto com um reforço significativo do setor financeiro, preparariam o caminho para uma retomada gradual do crescimento econômico. (FMI 2012a)

A Grécia pretende encolher seu orçamento para 18,5 bilhões de euros até 2016. Isso gerou uma revolta da população grega, a pressão contínua sobre uma economia que está se contraindo gera uma tensão no país. Em agosto de 2012, a taxa de desemprego total subiu para de 25,4%. A Comissão Europeia fez previsões desanimadoras, estimando uma contração de 4,2% para a economia grega em 2013. É assustador pensar em como a situação política grega pode evoluir no futuro. (Economist, the 2012)

Segundo a revista The Economist, as perspectivas econômicas para o conjunto da área do euro são muito ruins. Após a constatação de que a economia grega vem apresentando em 2012, a Comissão Europeia espera que a economia da zona do euro cresça 0,1% em 2013.

## *Conclusão*

Desde 2009, a Grécia vem enfrentando uma profunda recessão. O país sempre teve dificuldades em manter uma política fiscal mais responsável e não aproveitou os anos de crescimento na zona do euro para reverter esse quadro. Com a crise de 2008, o país sofreu mais que os outros da zona do euro devido à grande dívida pública e aos seus problemas de competitividade. Desde então vem tentando realizar um ajuste fiscal e corrigir os problemas de competitividade para estabilizar sua economia.

Desde 2009, o PIB real diminuiu mais de 13% e o investimento vem numa trajetória decrescente, enquanto a retração do gasto público começou apenas em 2010. Com a queda nos rendimentos e no emprego, o consumo privado caiu, sendo um dos principais fatores do aprofundamento da recessão em 2011. (IMF 2012c)

O FMI juntamente com o BCE e a Comissão Europeia fizeram dois pacotes de ajuda à Grécia, um em 2010 e outro em 2012, e o montante total de financiamento concedido ao país foi de um tamanho sem precedentes na história da economia, porém eles não foram o suficiente para tira-la da recessão. O sistema bancário está profundamente afetado com a crise, os bancos estão descapitalizados e necessitam de um nível maior de apoio público.

Desde 2009, dois pacotes de ajuda à Grécia já foram feitos, mas mesmo assim as perspectivas para 2013 são desanimadoras. Inicialmente, parecia uma idéia terrível para a Grécia deixar a zona do euro, porque isso poderia provocar corrida aos bancos e o caos econômico (Economist, The2012), mas atualmente é uma das possibilidades discutidas. Os países membros da União Europeia querem que a Grécia permaneça na zona do euro e isso fica claro com os programas de ajuda ao país. O principal motivo disso é o medo das consequências da saída da Grécia para o euro e o contágio para outros países membros.

Não sabemos ainda qual será o desfecho da crise grega, porém não há saída fácil. O país precisa recuperar sua credibilidade no mercado internacional para atrair investidores e recuperar a sua economia. Porém enquanto a Grécia tiver a dívida pública elevada isso não será possível e a recessão continuará se acentuando.

## **Lições da crise argentina para a crise grega:**

### *Introdução*

O momento que estamos passando é de extrema importância, sendo um marco na história do mundo. Uma crise que se iniciou em 2008 nos Estados Unidos, desencadeou um efeito dominó e atualmente a crise econômica se estende para diversos países, inclusive a Grécia. Tal país ficou tão abalado que talvez seja o primeiro membro a sair da zona do euro. Minha intenção é mostrar os pontos importantes desse momento econômico, analisando as causas da crise grega e especular sobre qual será a melhor solução para a crise do país, com base nas lições da crise argentina de 2001. É um tema muito atual e que ainda não sabemos qual será o seu desfecho.

Enquanto a economia do mundo fluía bem, a União Europeia e a zona do euro também iam bem, porém esse quadro mudou com a crise que se iniciou em 2008 nos EUA, afetando o mundo todo e então os problemas começaram a surgir. A grande relevância da crise grega é que ela põe em xeque a credibilidade da União Europeia, fazendo esta rever os seus pilares e surgiu a preocupação de contágio para outros países da Europa. Os países que mais preocupam são os PIIGS ( Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha). Os países com maiores déficits, nesse momento geraram uma crise de credibilidade e estão mais expostos a ataques especulativos, pois para sua recuperação devem realizar restrições orçamentárias pró-cíclicas, o que não é desejável. “Os países cujos déficits dispararam como resultado da recessão mundial não devem ser forçados a uma espiral de morte como a Argentina há uma década.” (Stiglitz; Joseph 2010).

Uma discussão que surgiu com a crise grega é o questionamento em relação à união monetária do euro, se ela é ótima ou não. “Robert Mundell, Nobel de Economia, estabeleceu as condições sob as quais uma moeda unificada seria capaz de funcionar. A Europa não cumpria essas condições quando da adoção do euro; e ainda não o faz.” (Stiglitz; Joseph 2010).

Apesar da Europa remover as barreiras entre os países, tendo uma moeda única e teoricamente uma livre circulação de pessoas formando um mercado de trabalho unificado, as diferenças culturais continuam muito fortes não permitindo isso. De um país para o outro mudam hábitos, tradições e principalmente a língua, dificultando a comunicação. Outra questão é que os países apresentam diferentes problemas

socioeconômicos internos, alguns mais graves que outros e a União Europeia não definiu um meio de ajudá-los.

Para uma união monetária como o euro funcionar, é necessário que haja um grau de integração muito elevado entre os países, de tal forma que esses sejam afetados por choques externos na mesma intensidade, caso contrário tal união irá apresentar mais custos do que ganhos. Podemos comparar com a experiência argentina, quando ela atrelou a sua moeda ao dólar com o plano de convertibilidade, feito por Cavallo, com a paridade de um para um com o peso, o que acabou levando o país a uma crise no ano de 2001. Quando um choque externo atingiu a economia da Argentina, o que normalmente seria resolvido com desvalorização cambial, gerou um ciclo de medo e corrida bancária devido à falta de flexibilidade, juntamente com a falta de garantia de um prestador de última instância para salvar as instituições financeiras caso necessário. A Argentina tentou evitar a inadimplência inicialmente recorrendo a um grande pacote financeiro das instituições multilaterais (o chamado "escudo" ou blindaje), depois tentou em vão recuperar a sua competitividade através de deflação doméstica e a solvência através da melhoria das contas fiscais em meio a uma recessão. Entretanto, não adiantou e no final o país enfrentou uma recessão e um caos financeiro.

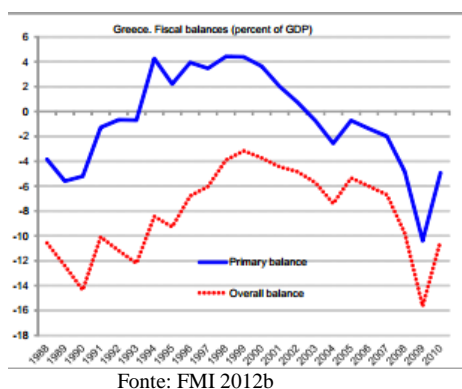
A Grécia está indo pelo mesmo caminho, até agora recebeu grandes montantes financeiros da Troika, união do BCE, FMI e Comissão Europeia, para ajudar sua economia, porém não foram o suficiente para retirar os gregos da crise. De acordo com o ex- ministro argentino Domingo Cavallo, quando olhamos para a Grécia no espelho argentino, conseguimos observar claramente as recomendações e medidas que devem ser tomadas. Ao contrário do que muitos economistas sugerem por aí, o espelho argentino não necessariamente incentiva a Grécia a abandonar a zona do euro como a Argentina deixou o dólar em 2002 (Cavallo, 2011). Entretanto, segundo Miguel Kiguel (2011) a crise argentina sugere que a não ser que a Grécia tome medidas significativas para melhorar a sua competitividade, sua dívida pública e as perspectivas de crescimento, o país tem pouca esperança de sair desta situação permanecendo na zona do euro. No entanto, de acordo com as medidas tomadas, ainda não há um desfecho óbvio e ele acredita que a situação atual ainda possa perdurar por muito tempo.

## Argentina VS Grécia

Anteriormente, fizemos uma análise da crise grega atual e do caso argentino em 2000, então agora vamos verificar as diferenças e semelhanças entre os dois, de forma que seja possível retirar as lições da história argentina para o momento atual.

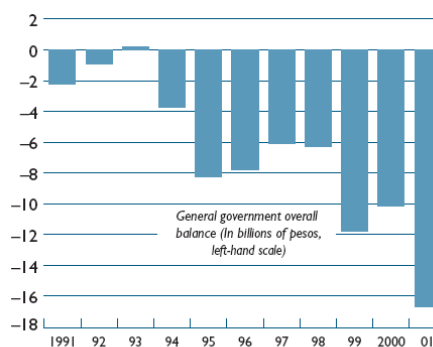
Nos anos 90, a Argentina cresceu significativamente criando a ilusão de riqueza e desenvolvimento, assim como a Grécia na última década, mas os dois tinham histórico de problemas fiscais e mesmo durante os anos de crescimento, seus gastos eram elevados demais. Ambos conseguiram crescer adotando sistemas monetários que lhes dava credibilidade, fazendo com que ambos tivessem um fácil acesso ao mercado de capitais e financiamentos, como consequência os gastos foram altos levando a um altíssimo nível de endividamento.

**Gráfico 15 – Balanço Fiscal Grécia**



**Gráfico 16 - Saldo das Administrações**

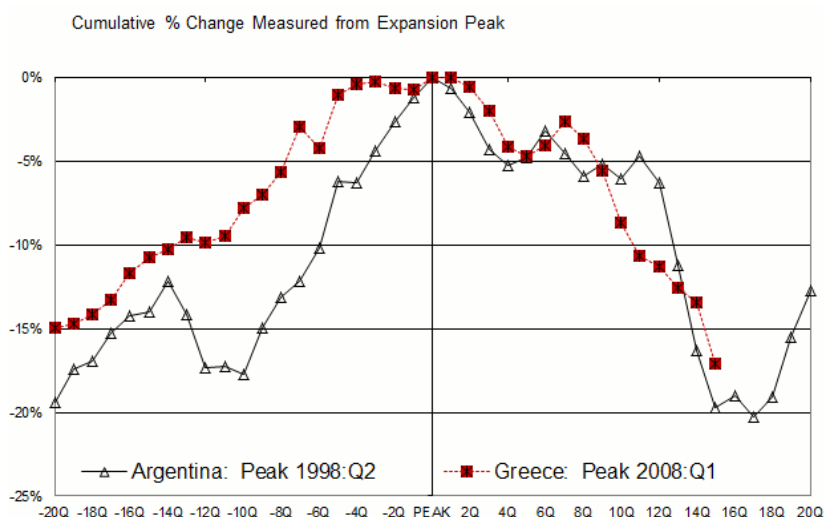
### Públicas Em Geral



Source: IMF database.

Fonte: FMI 2004

Devido à taxa de câmbio fixa, eles não tinham independência na política monetária, os argentinos devido ao Plano da Convertibilidade que atrelava a sua moeda ao dólar e a Grécia porque pertence à zona do euro, então quando sofreram um choque negativo externo não puderam variar o câmbio para acomodar o choque e recuperar a competitividade, prejudicando ainda mais a economia do país. Quando isso ocorreu, a economia entrou em recessão, o desemprego aumentou, o investimento e o consumo caíram, levando a uma queda no PIB do país.

**Gráfico 17 - Tendências do PIB real em torno de crises de dívida soberana**

“Note: Real GDP for Greece and Argentina are shown relative to their pre-crisis expansion peaks, 2008Q1 for Greece and 1998Q2 for Argentina. Sources: National Statistical Service of Greece, Ministry of Economics for Argentina and Haver Analytics”

Fonte: LEVY, Mickey 2012

Ambos tiveram uma significativa ajuda externa, a Argentina do “Blindaje” e a Grécia da “Troika”, juntamente com programas para melhorar a política fiscal e a competitividade, mas ambos não conseguiram atingir as metas. Apesar da Argentina ter recebido uma grande ajuda financeira do FMI, a ajuda do FMI para a Grécia hoje é muito maior.

**Tabela 3 - Grécia: História de dispositivos de empréstimo****V. Latest Financial Arrangements:**

Type	Date of Arrangement	Expiration Date	Amount Approved (SDR Million)	Amount Drawn (SDR Million)
EFF	Mar 15, 2012	Mar 14, 2016	23,785.30	1,399.10
Stand-By	May 09, 2010	Mar 14, 2012	26,432.90	17,541.80

**Tabela 4 - Argentina: História de dispositivos de empréstimo****V. Latest Financial Arrangements:**

Type	Date of Arrangement	Expiration Date	Amount Approved (SDR Million)	Amount Drawn (SDR Million)
Stand-By	Mar 10, 2000	Mar 09, 2003	16,936.80	9,756.31
of which SRF	Jan 12, 2001	Jan 11, 2002	6,086.66	5,874.95
EFF	Feb 04, 1998	Mar 10, 2000	2,080.00	0.00
Stand-By	Apr 12, 1996	Jan 11, 1998	720.00	613.00 <sup>2</sup>

Os eventos são muito semelhantes, só que a Grécia está seguindo os caminhos da Argentina em câmara lenta, segundo Cavallo. Tanto a Grécia quanto a Argentina

<sup>2</sup> IMF “Argentina: Financial Position in the Funds of December 31, 2001”

contavam com a ajuda de credores externos na compra de seus títulos, porém os spreads gregos são maiores que os argentinos em 2001. Há uma grande insegurança em relação à economia grega e temor em relação ao default, porém ainda há esperanças disso não ocorrer. Segundo Cavallo, para a economia da Grécia evitar um colapso, ela deve principalmente se comprometer seriamente com o programa proposto pelo FMI, BCE e Comissão Europeia, realizar um ajuste fiscal, receber apoio enquanto os bancos estiverem sofrendo com o programa de reestruturação da dívida e o BCE deve passar segurança em relação à sua função de prestador de última instância.

A principal diferença do cenário grego para o argentino é que a Grécia faz parte da zona do euro, que é uma zona monetária e ela tem seu Banco Central, que oficialmente tem o papel de prestador de última instância, oferecendo certa segurança para o país. Existem questionamentos sobre a eficiência dessa zona monetária, devido às diferenças entre os países, porém eles estão mais próximos do que a Argentina estava dos EUA e assim há esforços para recuperar a economia e manter o país na união monetária. A Argentina e os EUA não faziam parte de uma união monetária e por isso não havia tal sentimento de unidade tão forte. O contágio da recessão para outros países da União Europeia existe também e o desfecho que isso pode acarretar é outro fator preocupante.

Segundo Domingo Cavallo, ministro da Argentina na época da crise, a crise grega é mais difícil de lidar que a argentina devido à: maior dívida, a dívida grega é três vezes maior que a argentina (150% do PIB grego hoje, 50% do PIB argentino em 2001); o déficit em conta corrente é cinco vezes maior na Grécia e o problema de competitividade é mais profundo. (Olhar: Tabela 1 “Consolidado do Setor Público da Argentina” pág. 25; Gráfico 4 “Dívida do Setor Público Argentino” pág. 20; Tabela 3 “Decomposição das Mudanças na Dívida Pública Em Relação ao PIB da Grécia” pág. 38)

Resumindo os principais pontos em comum entre as crises dos dois países: irresponsabilidade na política fiscal, rigidez cambial, competitividade deteriorada, alta dívida pública e déficit público. Quando ambos os países sofreram choques adversos externos, devido a tais pontos, ocorreram: evasão das reservas e depósitos bancários, aumento do desemprego, aumento da inflação, queda de mesma magnitude do PIB de

ambos os países, programas rígidos que propunham uma reforma fiscal, cujos objetivos não foram alcançados e reformas que não solucionavam os problemas existentes.

Depois de tal análise comparativa verifica-se que os dois casos apresentam significativos pontos em comum, mas o caso grego ainda não teve seu desfecho e muitos ainda especulam sobre o que poderá ocorrer. Analisar um caso semelhante ocorrido no passado pode ser uma forma de aprendizado e podemos retirar lições para nossas ações no futuro, evitando assim cometer os mesmos erros.



### *Conclusão: as lições*

O caso da crise argentina por volta do ano 2000 nos ensina varias lições para a crise atual:

A primeira delas é que com uma dívida pública elevada juntamente com uma política cambial rígida, ao sofrer um choque externo negativo essa economia fica mais sensível e mais suscetível a uma pior recessão do que os outros, porque ela não pode contar com a política monetária e cambial para acomodar o choque e aumentar sua competitividade perante o mercado internacional.

A segunda lição que podemos retirar disso é uma economia com tais características, ao entrar em recessão ela perde parte da sua credibilidade perante o mercado, o que só piora o cenário porque gera uma fuga de capitais.

A terceira lição é que à medida que o mercado começa a acreditar que o país não tem como recuperar sua economia e quitar sua dívida, esta se torna uma profecia auto realizável.

Portanto, para evitar isso e para o país recuperar sua economia é fundamental um ajuste fiscal, sendo essa a quarta lição. Porém uma política fiscal contracionista necessita de um forte apoio externo porque aplicada a uma economia que está em recessão torna mais difícil ainda a estabilização, pois a economia está desaquecida, com sua competitividade prejudicada e o setor privado não tem estímulos para investir nesse país, portanto, o governo ao diminuir seus gastos acaba contraindo ainda mais a economia e a recessão fica mais profunda.

Não há saída fácil para a crise da Grécia. As duas possibilidades existentes hoje exigem altos custos e suas consequências são incertas: ou o país pode vir a dar um default e sair da zona do euro ou pode se recuperar mantendo-se no euro. Foram feitos dois pacotes de ajuda ao país, porém a economia continua a se contrair, pode-se concluir que ela irá continuar contraindo enquanto a dívida grega continuar num nível muito elevado.

Claramente, as autoridades da União Europeia vêm se esforçando para que os gregos saiam da recessão se mantendo na zona do euro, porém seus esforços não tem

tido o sucesso que eles gostariam. De acordo com a experiência argentina, eles não serão bem sucedidos a não ser que seja perdoada pela União Europeia a maior parte da dívida grega, caso contrário a Grécia ira continuar seguindo lentamente os passos da Argentina de há aproximadamente 10 anos atrás.

## Referências Bibliográficas:

- Anon. 2011a; **“Greece.”**; The NY Times; Publicado em: 08/2011  
<<http://topics.nytimes.com/top/news/international/countriesandterritories/greece/index.html>>
- Anon. 2011b ; **“George Papandreou”**; The NY Times; Publicado em: 11/2011  
<[http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/p/george\\_a\\_papandreou/index.html?inline=nyt-per](http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/p/george_a_papandreou/index.html?inline=nyt-per)>
- Anon. 2012; **“European Debt Crisis”**; The NY times; Publicado em: 11/2012  
<[http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/e/european\\_overnight\\_debt\\_crisis/index.html](http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/e/european_overnight_debt_crisis/index.html)>
- BANCO CENTRAL GREGO 2011; **“Summary of the annual report 2010”**;  
Publicado em: 04/ 2011  
<[http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Summary\\_Annrep2010.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Summary_Annrep2010.pdf)>
- BANCO CENTRAL GREGO 2012, **“Summary of the annual report 2011”**;  
Publicado em: 04/2012  
<[http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Summary\\_Annrep2011.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Summary_Annrep2011.pdf) >
- CAVALLO, Domingo. 2011; **“Looking at Greece in the Argentinean mirror”**;  
Publicado em : 15/07/2011  
<<http://www.voxeu.org/article/looking-greece-argentinean-mirror>>
- DONADIO, Rachel; KITSANTONIS, Niki. 2010; **“Greek Leader Claims Victory in a Test of Austerity.”**; The NY Times; Publicado em: 11/2010  
<<http://www.nytimes.com/2010/11/08/world/europe/08greece.html?ref=world>>

- ECONOMIST; The 2012 ; **“The euro crisis; Greece, the skids”**; Publicado em: 11/2012  
<<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/11/euro-crisis>>
- FMI 2001; **“ Argentina: Financial Position in the Funds of December 31, 2001”**; Publicado em: 12/2001  
<<http://www.imf.org/external/np/fin/tad/exfin2.aspx?memberkey1=30&date1Key=2001-12-31>>
- FMI 2004; **“The IMF and Argentina, 1991-2001”** Independent Evaluation Office; Publicado em: 07/2004  
<<http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/arg/eng/>>
- FMI, 2009; Article IV consultation; IMF Country Report No. 09/244;  
**“Greece: 2009 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece”** ; Publicado em: 08/2009  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09244.pdf>>
- FMI 2010a; **“Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece”**; Survey Magazine: Countries & Regions; Staff- Level Agreement Publicado em: 05/2010  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR050210A.htm>>
- FMI 2010b; **“IMF Approves €30 Bln Loan for Greece on Fast Track”**; Greece Program; Publicado em: 05/2010  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/new050910a.htm>>
- FMI 2010c; **“GREECE PROGRAM: Greek Economy at a Crossroads”**; Survey Online ; Publicado em: 12/2010  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/int121710a.htm>>

- FMI 2011a ;“**Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria**”; IMF Country Report No. 11/175; Publicado em: 06/2011  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11175.pdf>>
- FMI 2011b; “**Statement by the European Commission, the ECB and IMF on the Fifth Review Mission to Greece**”; Press Release No. 11/359; Publicado em: 10/2011  
<<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11359.htm>>
- FMI 2011c; “**Growing Pains: Europe’s Dilemma**”; iMFdirect  
Publicado em: 10/2011  
<<http://imfdirect.files.wordpress.com/2011/10/europe-oct-21-fig3.jpg>>
- FMI 2011d; “**Greece Needs Deeper Reforms to Overcome Crisis**”;IMF Survey online Greek Program; Publicado em: 12/2011  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/CAR121611A.htm>>
- FMI 2012a; “**Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde on the Meeting of the Euro Group** “; Press Release No. 12/53; Publicado em: 02/2012  
<<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr1253.htm>>
- FMI 2012b; “ **Greece, Staff Report**”; IMF Country Report No. 12/57; Publicado em: 03/2012  
< <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf>>
- FMI 2012c; “**Executive Board Approves €28 Billion Arrangement Under Extended Fund Facility for Greece**”; IMF Press Release No. 12/85; Publicado em: 03/2012  
<<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr1285.htm>>
- FMI 2012d; “ **Greece: Financial Position in the Fund as of October 31, 2012**”; Publicado em: 10/2012

- <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/exfin2.aspx?memberkey1=360&date1Key=2012-10-31>>
- IBRE, Carta. 2010; ”**União monetária: a lição grega**”; Revista Conjuntura Econômica, Vol 64 nº 06.  
<<https://sites.google.com/site/professorluizmachado/avisos/uniaomonetariaaalicagrega>>
  - KIGUEL, Miguel. 2011; “**Argentina and Greece: More similarities than differences in the initial conditions**” ; Publicado em: 16/08/2011  
<<http://www.voxeu.org/article/argentine-lessons-europe-sovereign-debt-and-banking-crises>>
  - KRUGMAN, Paul e OBSTEFELD. 2009 ; “**Economia internacional**” oitava edição. Capítulo 20; Publicado em: 2009
  - LEVY, Mickey; KRETZMER, Peter 2012; “**Greece’s predicament: Lessons from Argentina**”; Publicado em: 05/2012  
<<http://www.voxeu.org/article/greece-s-predicament-lessons-argentina>>
  - MUSSA, Michael; PETERSON, Peter. 2002; Institute for International Economics. “**Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy** “; Publicado em : 07/2002  
<<http://bookstore.piie.com/book-store/343.html>>
  - PANAGEOTOU, Steven 2011; “**A Critical Literature Review of the Greek Financial Crisis**”; Publicado em: 08/2011  
<[http://www.academia.edu/1048480/A\\_Critical\\_Literature\\_Review\\_of\\_the\\_Greek\\_Financial\\_Crisis](http://www.academia.edu/1048480/A_Critical_Literature_Review_of_the_Greek_Financial_Crisis)>
  - STIGLITZ, Joseph. 2010; ”**É possível salvar o euro?**”. Folha de São Paulo, Publicado em: 05/2010.  
<[http://www.abbc.org.br/arquivos/e\\_possivel\\_salvar\\_euro.pdf](http://www.abbc.org.br/arquivos/e_possivel_salvar_euro.pdf)>