

Austeridade, governança da Zona do Euro e recuperação desigual nas economias periféricas: uma análise pós-keynesiana em diálogo com a Economia Política Internacional

Austerity, Eurozone Governance, and Uneven Recovery in Peripheral Economies: A Post-Keynesian Analysis in Dialogue with International Political Economy

Lucas Antunes Póvoa | lucas.antuness.ilha@gmail.com | Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Economia pela Universidade Federal Fluminense (PPGE-UFF).

Arthur Osvaldo Colombo | arthur_colombao@hotmail.com | Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE-UFRJ).

Daniel Senna Dias | daniel.dias@ppge.ie.ufrj.br | Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE-UFRJ).

Recebimento do artigo: março de 2026 | **Aceite:** julho de 2026.

Resumo: Este artigo analisa, sob uma perspectiva pós-keynesiana em diálogo com a Economia Política Internacional, a trajetória pós-crise de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, tratados como economias periféricas no interior da governança da Zona do Euro. Metodologicamente, combina-se uma análise histórico-interpretativa com o exame descritivo e comparativo de indicadores fiscais, produtivos, sociais e externos. Argumenta-se que a condução da crise europeia, marcada pelas políticas de austeridade, pelas condicionalidades associadas aos mecanismos de assistência financeira e pelos constrangimentos institucionais da união monetária, contribuiu para aprofundar as dificuldades econômicas e sociais dessas economias, em vez de assegurar uma recuperação sólida. A abordagem pós-keynesiana evidencia os efeitos contracionistas da austeridade sobre a demanda, o produto, o emprego e a arrecadação, enquanto a Economia Política Internacional permite situar sua adoção no interior das relações assimétricas entre países credores e devedores e das hierarquias que estruturam a governança do euro. Os resultados apontam para uma recuperação desigual e particularmente frágil no caso da Grécia.

Palavras-chave: políticas de austeridade; Grécia; economia pós-keynesiana; economia política internacional; governança do euro.

Abstract: This article analyzes, from a post-Keynesian perspective in dialogue with International Political Economy, the post-crisis trajectories of Portugal, Italy, Ireland, Greece, and Spain, treated as peripheral economies within Eurozone governance. Methodologically, it combines a historical-interpretive analysis with a descriptive and comparative examination of fiscal, productive, social, and external indicators. It argues that the management of the European crisis—marked by austerity policies, the conditionalities associated with financial assistance mechanisms, and the institutional constraints of monetary union—contributed to deepening the economic and social difficulties faced by these economies rather than ensuring a robust recovery. The post-Keynesian approach highlights the contractionary effects of austerity on demand, output, employment, and public revenue, while International Political Economy situates its adoption within the asymmetric relations between creditor and debtor countries and the hierarchies that structure euro governance. The results point to an uneven recovery, which was particularly fragile in the case of Greece.

Keywords: austerity policies; Greece; Post-Keynesian economics; International Political Economy; euro governance.

1. Introdução

Parte significativa da literatura crítica sobre a crise do euro, produzida sobretudo nos anos que se seguiram ao aprofundamento da crise da dívida soberana, concentrou-se na identificação das fragilidades institucionais da União Econômica e Monetária, dos desequilíbrios externos entre países centrais e periféricos e dos efeitos recessivos das políticas de austeridade (Arestis; Pelagidis, 2010; Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012; Polychroniou, 2012, 2014). A crise financeira internacional de 2007-2008, originada nos Estados Unidos, atingiu profundamente a economia global e, na Europa, assumiu contornos específicos ao se articular às fragilidades da arquitetura institucional do euro e culminar na denominada crise da dívida soberana. No entanto, a crise europeia não pode ser reduzida a um simples problema de endividamento público ou de desequilíbrio fiscal. Trata-se, antes, de uma crise de natureza mais ampla, vinculada aos desequilíbrios financeiros, externos e institucionais produzidos pela própria arquitetura da união monetária europeia e pela forma assimétrica de inserção de suas economias nacionais nesse arranjo (Bibow, 2012).

Nessa direção, o artigo articula a perspectiva pós-keynesiana a contribuições da Economia Política Internacional (EPI) voltadas à institucionalização neoliberal da integração europeia, às hierarquias entre centro e periferia e à distribuição assimétrica de poder na governança do euro. Para esse fim, mobilizam-se Gill (1998) e Van Apeldoorn (2000, 2002), na análise do novo constitucionalismo e da incorporação de princípios neoliberais às instituições europeias; Wallerstein (1979) e Arrighi (1990), na delimitação relacional das posições de centro, semiperiferia e periferia; e Bulmer e Paterson (2013) e Matthijs e Blyth (2015), na interpretação da liderança alemã e do desenho político-institucional da União Econômica e Monetária. A crise da periferia europeia, nessa perspectiva, não decorreu apenas de fragilidades domésticas, mas também da forma como a governança do euro organizou as relações entre países centrais e periféricos no interior da união monetária.

Essa abordagem permite articular fatores domésticos e sistêmicos. Entre os primeiros, destacam-se a difusão de políticas neoliberais, a regressividade fiscal e a adoção de medidas de austeridade. Entre os fatores sistêmicos, sobressaem a exposição e o posterior resgate dos bancos, as relações assimétricas entre credores e devedores, a estratégia exportadora alemã, os desequilíbrios em conta corrente e a ausência de moeda soberana e de autonomia monetária por parte dos países periféricos da Zona do Euro (Lapavistas et al., 2012; Papadimitriou; Wray, 2012). A crise europeia revelou, assim, não apenas dificuldades conjunturais, mas também tensões estruturais e relações desiguais de poder inerentes à governança econômica do euro.

Os programas de assistência financeira e as políticas de austeridade implementados nos países devedores e deficitários buscaram evitar a inadimplência e preservar a estabilidade do sistema financeiro. Contudo, a prioridade atribuída à redução dos déficits fiscais, à obtenção de superávits primários e à contenção da dívida pública ocorreu em detrimento do emprego, do crescimento e do bem-estar social. Fundamentadas em uma orientação neoliberal consolidada nas décadas anteriores, essas políticas contribuíram para aprofundar a crise das economias periféricas, convertendo-a também em uma crise de produção e de emprego (Polychroniou, 2014). Sob esse prisma, a austeridade pode ser compreendida não apenas como uma resposta técnica à deterioração fiscal, mas como parte de um mecanismo mais amplo de disciplinamento macroeconômico e social no interior da Zona do Euro.

Diante desse contexto, o artigo procura responder em que medida as políticas de austeridade implementadas nos países europeus mais afetados pela crise financeira internacional de 2008 contribuíram para a recuperação dessas economias e em que medida estiveram associadas ao aprofundamento de problemas como baixo crescimento, desemprego elevado e deterioração das condições macroeconômicas e sociais, especialmente no caso grego. Parte-se da hipótese de que a austeridade apresentou baixa eficácia como estratégia de recuperação e esteve associada à persistência de baixo crescimento, desemprego elevado e fragilidade macroeconômica, sobretudo em economias com menor autonomia monetária e maior

vulnerabilidade externa. Em termos mais amplos, sustenta-se que a trajetória desses países expressa as assimetrias entre centro e periferia inscritas na própria governança do euro.

Embora os efeitos recessivos da austeridade e as fragilidades institucionais da Zona do Euro já tenham sido amplamente discutidos pela literatura crítica, o artigo procura contribuir para esse debate mediante a articulação entre a interpretação pós-keynesiana da crise e uma leitura de Economia Política Internacional centrada nas assimetrias de poder, nas hierarquias entre países centrais e periféricos e nos constrangimentos impostos pela governança do euro. Sua contribuição reside na sistematização desses elementos teóricos e em sua aplicação à análise comparativa da trajetória pós-crise de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, com atenção especial ao caso grego. Busca-se também contribuir para ampliar a circulação desse debate na literatura brasileira.

Nesse sentido, o objetivo geral do artigo é analisar, à luz da perspectiva pós-keynesiana e em diálogo com a Economia Política Internacional, os efeitos das políticas de austeridade e a trajetória de recuperação dos países europeus mais afetados pela crise de 2008. Especificamente, examina-se, para Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, a evolução do déficit público, da dívida geral do governo, da taxa de crescimento do PIB, da taxa de desemprego e do saldo em conta corrente. Esses indicadores foram selecionados por permitirem avaliar conjuntamente as dimensões fiscal, produtiva, social e externa da trajetória dessas economias. Embora a análise contemple o conjunto dos cinco países, dedica-se atenção particular ao caso grego, por ter sido a economia mais severamente atingida. As trajetórias observadas são situadas no interior das relações de poder e das hierarquias intraeuropeias, considerando-se como a atuação da Troika,¹ dos países credores e das instituições da União Econômica e Monetária, combinada à ausência de soberania monetária, sob uma ótica macroeconômica, dificultou as possibilidades de ajuste e recuperação das economias periféricas.

Do ponto de vista metodológico, o artigo combina uma análise histórico-interpretativa com o exame descritivo e comparativo das trajetórias macroeconômicas selecionadas. O enquadramento teórico adotado é pós-keynesiano, perspectiva segundo a qual, em contextos recessivos, o nível de produção e de emprego depende fundamentalmente da demanda efetiva, de modo que políticas de austeridade tendem a contrair a atividade econômica, elevar o desemprego e reduzir a arrecadação pública, dificultando a própria recuperação fiscal (Favorato; Colombo; Sartório, 2020; Sartório; Colombo; Favorato, 2022). No caso da Zona do Euro, esses efeitos são agravados pela ausência de soberania monetária, pelos desequilíbrios externos e pelas assimetrias institucionais entre países centrais e periféricos (Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012; Polychroniou, 2012, 2014).

Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, frequentemente agrupados no debate público de forma depreciativa sob a sigla PIIGS, são tratados no artigo como economias periféricas da Zona do Euro. Essa caracterização não pressupõe que constituam um bloco homogêneo, mas indica que, apesar de suas diferenças históricas, produtivas e institucionais, essas economias estiveram submetidas a constrangimentos comuns derivados da arquitetura assimétrica da união monetária.²

Além desta introdução, o artigo está organizado em quatro seções. A Seção 1 apresenta o enquadramento teórico da análise, articulando austeridade, governança do euro, financeirização e hierarquias entre centro e periferia a partir da Economia Política Internacional e da perspectiva pós-keynesiana. A Seção 2 examina, sinteticamente, a transmissão da crise financeira internacional à Europa e sua transformação em

¹ A Troika foi um comitê de resgate aos países devedores, formado pelo BCE, Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela Comissão Europeia. Para mais detalhes, ver Polychroniou (2012); Bibow (2012); Papadimitriou e Wray (2012); Pérez-Caldentey e Vernengo (2012).

² O recorte temporal dos indicadores abrange, de modo geral, o período de 2006 a 2020, com o objetivo de contemplar os anos anteriores à crise financeira internacional, seu aprofundamento e os desdobramentos posteriores. Todavia, em razão da disponibilidade e da natureza específica de algumas séries, certos indicadores foram observados até 2021, enquanto a análise da taxa de crescimento do PIB foi limitada a 2019, a fim de evitar distorções associadas aos efeitos excepcionais da pandemia de covid-19 sobre o desempenho das economias analisadas.

uma crise bancária, externa, fiscal e política. A Seção 3 analisa a estrutura da União Econômica e Monetária, a trajetória macroeconômica das economias periféricas, os efeitos das políticas de austeridade e, de maneira particular, o caso grego. Por fim, a Seção 4 apresenta a conclusão, seguida das referências bibliográficas.

2. Austeridade, governança do euro e hierarquias centro-periferia: uma abordagem de Economia Política Internacional

A análise das políticas de austeridade na Zona do Euro não pode se restringir à avaliação de seus efeitos sobre variáveis como crescimento, emprego, déficit público e endividamento. Embora essas dimensões sejam fundamentais, a escolha, o desenho e a continuidade dessas políticas também precisam ser compreendidos como resultados de relações de poder, conflitos distributivos e constrangimentos institucionais. Nesse sentido, a Economia Política Internacional contribui para explicar por que determinados diagnósticos da crise prevaleceram, quais interesses foram protegidos pelas respostas adotadas e como os custos do ajuste foram distribuídos entre países, grupos sociais e instituições. A perspectiva pós-keynesiana e a Economia Política Internacional desempenham, assim, funções complementares: a primeira permite compreender os mecanismos macroeconômicos por meio dos quais a austeridade afeta a demanda, o produto, o emprego e as contas públicas; a segunda situa a formulação e a permanência dessas políticas no interior das relações de poder, dos conflitos distributivos e das hierarquias que estruturam a governança da união monetária.

2.1 Neoliberalismo e institucionalização da disciplina econômica na Europa

O neoliberalismo deve ser compreendido como um projeto histórico, político e institucional, e não simplesmente como sinônimo de toda forma de pensamento econômico ortodoxo. Seu avanço ocorreu a partir da crise econômica e política dos anos 1970, quando o consenso keynesiano do pós-guerra passou a ser progressivamente contestado e políticas de liberalização, desregulamentação, privatização e flexibilização dos mercados ganharam centralidade. A ortodoxia econômica ofereceu parte do fundamento teórico desse processo, mas o neoliberalismo ultrapassou o plano das ideias econômicas ao produzir transformações nas instituições estatais, nas relações entre capital e trabalho e nas formas de regulação dos mercados (Gill, 1998; Van Apeldoorn, 2002; Bresser-Pereira; Feijó; Araújo, 2021).

Na Europa, essa inflexão adquiriu características próprias por meio do aprofundamento do processo de integração regional. A construção do mercado único, a liberalização dos movimentos de capitais e, posteriormente, a formação da União Econômica e Monetária incorporaram princípios como concorrência, estabilidade de preços, disciplina fiscal e independência da autoridade monetária ao próprio funcionamento institucional europeu. Gill (1998) interpreta esse processo a partir do conceito de “novo constitucionalismo”, entendido como a incorporação de normas destinadas a proteger a ordem econômica de mercado das pressões políticas e sociais que poderiam ampliar a intervenção estatal, a redistribuição de renda ou a administração discricionária da demanda. A política econômica deixa, nesse sentido, de ser apenas uma escolha conjuntural dos governos e passa a ser condicionada por regras e compromissos supranacionais relativamente rígidos.

Van Apeldoorn (2000, 2002), por sua vez, destaca que a integração europeia não resultou somente de negociações entre governos nacionais, mas também da atuação de forças empresariais e sociais transnacionais interessadas na constituição de um espaço econômico integrado e competitivo. O autor caracteriza a configuração resultante como uma forma de “neoliberalismo incorporado”, na qual a liberalização dos mercados foi acompanhada pela preservação parcial de mecanismos sociais e nacionais, sem que estes fossem capazes de alterar o predomínio da concorrência e da disciplina econômica. A construção europeia expressaria, portanto, uma disputa entre projetos de integração, na qual interesses ligados ao capital transnacional e à expansão do mercado adquiriram posição privilegiada.

A União Econômica e Monetária aprofundou essa institucionalização ao centralizar a política monetária no Banco Central Europeu, cuja atuação foi originalmente organizada em torno da estabilidade de preços, enquanto a política fiscal permaneceu sob responsabilidade dos Estados nacionais, submetidos às regras do Tratado de Maastricht³ e do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Formou-se, assim, uma união monetária sem uma correspondente união fiscal, bancária e política suficientemente desenvolvida. Como observam Matthijs e Blyth (2015), o desenho incompleto do euro não constituiu apenas uma falha técnica: ele refletiu compromissos políticos que modificaram a distribuição de poder no interior da Europa e condicionaram posteriormente as respostas à crise.

Essa arquitetura restringiu de maneira assimétrica os países-membros. Ao renunciarem à emissão de moedas nacionais e à utilização autônoma das políticas monetária e cambial, os governos passaram a depender de uma autoridade monetária supranacional e das condições de financiamento estabelecidas pelos mercados e pelas instituições europeias. Ao mesmo tempo, não foram criados mecanismos fiscais comuns suficientemente amplos para compensar choques assimétricos, financiar transferências entre regiões ou sustentar a demanda agregada nas economias mais atingidas. A governança do euro conferiu, portanto, caráter supranacional à disciplina monetária, mas manteve nacionalizada grande parte da responsabilidade pelos sistemas bancários, pelo desemprego e pelos custos sociais das crises.

2.2 Hierarquias centro-periferia no interior da Zona do Euro

A interpretação dessas assimetrias pode ser enriquecida pelas categorias de centro, semiperiferia e periferia desenvolvidas pela abordagem do sistema-mundo. Para Wallerstein (1979), a economia mundial capitalista constitui uma totalidade hierarquizada, na qual as economias ocupam posições distintas na divisão internacional do trabalho e apresentam capacidades desiguais de apropriação dos benefícios da acumulação.

Arrighi (1990) acrescenta que a semiperiferia não deve ser entendida apenas como uma etapa transitória entre atraso e desenvolvimento, mas como uma posição relativamente estável na hierarquia da economia mundial. Essa posição está associada à capacidade intermediária de apropriação dos benefícios da divisão internacional do trabalho e às características das estruturas produtivas nacionais. As diferenças de intensidade tecnológica, complexidade produtiva e utilização de capital contribuem para explicar as assimetrias entre as economias, embora não possam ser reduzidas a um único indicador de produtividade. Em termos marxianos, o conceito de composição orgânica do capital permite compreender a relação entre

³ Essa assimetria institucional foi reforçada pelo Tratado de Maastricht (1992), que estabeleceu critérios de convergência fiscal e monetária, incluindo valores de referência de 3% do PIB para o déficit público e 60% para a dívida pública. Ao restringir a margem de atuação fiscal dos Estados nacionais sem criar mecanismos supranacionais equivalentes de estabilização, esse desenho favoreceu respostas centradas na consolidação fiscal durante a crise (Gill, 1998; Matthijs; Blyth, 2015).

os meios de produção mobilizados e a força de trabalho empregada, oferecendo um elemento adicional para a análise das diferenças estruturais entre as economias (Marx, 2017).

A utilização dessas categorias no presente artigo, entretanto, exige uma delimitação. Não se pretende classificar de maneira uniforme Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha segundo as posições de centro, semiperiferia e periferia do sistema mundial, nem tratar esses países como um bloco homogêneo. A noção de periferia é empregada aqui em sentido relacional e intraeuropeu, para identificar economias que, apesar de suas diferenças produtivas, históricas e institucionais, passaram a ocupar posições mais vulneráveis no funcionamento da Zona do Euro. Essa vulnerabilidade manifesta-se na menor autonomia de política econômica, na dependência de financiamento externo, nos déficits em conta corrente apresentados antes da crise e na maior exposição aos custos do ajuste posterior.

Estudos sobre a trajetória da união monetária identificam um processo de divergência entre países que desenvolveram estratégias de crescimento predominantemente orientadas pelas exportações e economias nas quais a expansão da demanda foi sustentada, em diferentes graus, pelo crédito, pelo endividamento e pela entrada de capitais. Essa divisão não é absoluta: há heterogeneidade tanto no centro quanto na periferia, e a Irlanda constitui um caso particularmente distinto devido ao peso de empresas multinacionais e às características de suas estatísticas econômicas. Ainda assim, a distinção centro-periferia oferece um ponto de partida útil para compreender a polarização produtiva, comercial, tecnológica e financeira observada desde a criação do euro. Gräbner et al. (2020), por exemplo, encontram evidências de uma configuração centro-periferia marcada por divergência macroeconômica e estrutural, ainda que ressaltem a heterogeneidade existente dentro de cada grupo.

A adoção de uma moeda comum eliminou o risco cambial entre seus participantes e favoreceu a ampliação dos fluxos financeiros transfronteiriços. Entretanto, a convergência inicial das taxas de juros não foi acompanhada por uma convergência equivalente das estruturas produtivas e das capacidades tecnológicas. Em várias economias periféricas, a entrada de capitais possibilitou a expansão do crédito, da construção civil, do consumo e das importações, mascarando temporariamente fragilidades produtivas e desequilíbrios externos. Nos países centrais, em particular na Alemanha, a contenção salarial, a especialização industrial e a orientação exportadora favoreceram a formação de superávits em conta corrente. Os déficits de uns e os superávits de outros constituíram, portanto, dimensões complementares do mesmo arranjo monetário, e não desequilíbrios exclusivamente produzidos por decisões domésticas dos países devedores (Bibow, 2012; Nölke, 2016; Gräbner et al., 2020). A literatura comparativa também associa a crise a diferenças entre sistemas produtivos, regimes salariais, especializações industriais e padrões nacionais de crescimento.

A Alemanha assumiu posição central nessa configuração devido ao peso de sua economia, à competitividade de sua estrutura industrial, aos superávits externos acumulados e à correspondência entre suas preferências de política econômica e as regras incorporadas à governança europeia. Isso não significa que a Alemanha tenha exercido controle unilateral e absoluto sobre as decisões europeias. Seu poder foi mediado por instituições supranacionais, alianças com outros países credores, interesses financeiros e industriais, negociações entre governos e restrições políticas domésticas. Por essa razão, parece mais adequado caracterizar sua posição em termos de poder estrutural, liderança assimétrica ou hegemonia incompleta, em vez de afirmar, sem mediações, que a Alemanha atuou de forma imperialista sobre os demais países.

Bulmer e Paterson (2013) empregam a expressão “hegemonia relutante” para indicar a combinação entre a crescente força econômica alemã, sua capacidade de influenciar a agenda europeia e as limitações políticas que dificultavam o fornecimento de uma liderança plenamente cooperativa. Durante a crise, as preferências alemãs por disciplina fiscal, reformas estruturais, rejeição à mutualização ampla das dívidas e responsabilização nacional dos devedores exerceram influência relevante sobre as respostas adotadas. Todavia, essas preferências foram operacionalizadas por meio de uma estrutura mais ampla, formada pelo Conselho Europeu, pelo Eurogrupo, pela Comissão Europeia, pelo Banco Central Europeu (BCE), pelos governos nacionais e, nos programas de resgate, pelo FMI.

Assim, a hierarquia europeia não pode ser reduzida a uma relação bilateral entre Alemanha e Grécia, por exemplo. Ela resulta de uma arquitetura institucional na qual países credores e economias superavitárias dispõem de maior capacidade para definir os termos do ajuste, enquanto países deficitários enfrentam restrições financeiras mais intensas e menor margem para rejeitar as condições impostas, ainda que esse déficit tenha sido originado pela lógica de funcionamento do euro. A própria necessidade de conservar o acesso à liquidez, evitar a inadimplência e permanecer na união monetária reduziu a capacidade de negociação dos governos periféricos.

2.3 Financeirização, relações entre credores e devedores e austeridade

A financeirização constitui outra dimensão fundamental dessa estrutura. A liberalização financeira e a eliminação do risco cambial estimularam os bancos dos países centrais a ampliar empréstimos e adquirir ativos nas economias periféricas. Antes da crise, esses fluxos contribuíram para financiar déficits externos, bolhas imobiliárias e expansão do endividamento privado. A aparente estabilidade da união monetária permitiu que riscos nacionais e bancários fossem subestimados, enquanto a ausência de instrumentos comuns de supervisão e resolução dificultava uma resposta coordenada ao surgimento de perdas (Bibow, 2012; Lapavitsas et al., 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

Quando a crise financeira internacional interrompeu os fluxos de capitais e revelou a fragilidade dos balanços bancários, os governos nacionais foram chamados a sustentar seus sistemas financeiros. Passivos privados foram, em diferentes proporções, transferidos para os balanços públicos, ao mesmo tempo que a recessão reduziu a arrecadação e ampliou automaticamente os déficits. A chamada crise da dívida soberana foi, dessa forma, precedida e alimentada por uma crise bancária, financeira e de balanço de pagamentos. Lapavitsas et al. (2012) destacam que a financeirização europeia e a posição diferenciada de países centrais e periféricos foram elementos constitutivos da crise, enquanto Bibow (2012) demonstra a centralidade dos desequilíbrios externos e dos fluxos de crédito correspondentes. Apesar disso, o diagnóstico dominante atribuiu a crise prioritariamente à indisciplina fiscal, aos gastos públicos excessivos, à rigidez dos mercados de trabalho e à perda de competitividade dos países deficitários. Esse enquadramento deslocou a atenção da dívida privada, da fragilidade bancária e dos desequilíbrios produzidos pela união monetária para a conduta dos governos nacionais. Como resultado, o ajuste foi concentrado nos países devedores, que deveriam reduzir salários, gastos públicos e demanda doméstica para restaurar a confiança, gerar superávits externos e assegurar o pagamento das obrigações financeiras.

De forma geral, a austeridade não deve, portanto, ser interpretada apenas como uma decisão técnica destinada a corrigir desequilíbrios fiscais (Senna Dias; Colombo, 2024). Ela representa também uma escolha distributiva, pois determinou quais grupos e países suportariam os custos da crise. A redução dos gastos sociais, as reformas trabalhistas, as privatizações e a desvalorização interna transferiram parte significativa do ônus do ajuste para trabalhadores, desempregados, aposentados e usuários dos serviços públicos, enquanto a prioridade atribuída ao serviço das dívidas e à estabilidade financeira limitou a absorção das perdas pelos credores. Blyth (2013) mostra que a austeridade possui uma história intelectual e política própria e que sua aplicação em contextos recessivos pode aprofundar a contração que deveria combater.

Os programas conduzidos pela Troika expressaram institucionalmente essa assimetria. O acesso ao financiamento passou a ser condicionado à consolidação fiscal, às reformas estruturais e à reorganização dos mercados de trabalho e dos sistemas de proteção social. A relação entre credores e devedores foi, assim, convertida em uma relação de condicionalidade política: instituições externas e governos credores ampliaram sua capacidade de interferir nas decisões econômicas internas dos países assistidos, enquanto os governos nacionais tiveram sua autonomia reduzida pela urgência financeira e pelo compromisso de permanecer no euro (Blyth, 2013; Matthijs; Blyth, 2015; Polychroniou, 2014).

Sob essa perspectiva, a austeridade pode ser compreendida como um mecanismo de disciplinamento macroeconômico e social inscrito na governança da união monetária. Ela procurou assegurar o cumprimento das obrigações financeiras e adaptar as economias periféricas às exigências de competitividade do euro sem alterar de maneira equivalente as estratégias dos países superavitários. O ajuste foi concebido de forma assimétrica: enquanto os países deficitários deveriam reduzir sua demanda interna e seus custos do trabalho, os países superavitários não estavam sujeitos a pressões comparáveis para expandir salários, consumo, investimento e importações.

A articulação entre Economia Política Internacional e abordagem pós-keynesiana permite, finalmente, formular a interpretação adotada neste artigo. A Economia Política Internacional evidencia que a austeridade resultou de instituições, interesses, ideias e relações desiguais entre credores e devedores, e não de uma necessidade econômica politicamente neutra. A perspectiva pós-keynesiana, por sua vez, demonstra que a contração simultânea do gasto público, dos salários e da demanda privada em economias já recessivas reduz o produto e o emprego, deteriora a arrecadação e pode elevar a própria relação entre dívida e PIB. A combinação desses referenciais permite compreender tanto as razões políticas da adoção da austeridade quanto seus resultados macroeconômicos e sociais.

A crise da Zona do Euro deve ser interpretada, portanto, como resultado da interação entre integração financeira, divergências produtivas, desequilíbrios externos e uma estrutura institucional que distribuiu de forma desigual a capacidade de definir e suportar o ajuste. A crise financeira internacional de 2007-08 funcionou como elemento desencadeador desse processo, ao revelar fragilidades que já se encontravam presentes no funcionamento da união monetária. A assimetria entre países credores e devedores também pode ser interpretada à luz da proposta keynesiana de uma união internacional de compensação. Nessa concepção, a correção dos desequilíbrios externos não deveria recair exclusivamente sobre os países deficitários, pois a contração de sua demanda tende a reduzir o produto e o emprego do conjunto do sistema. O ajuste deveria ser compartilhado, mediante mecanismos que também estimulassem os países superavitários a expandir sua demanda, seus salários e suas importações, favorecendo a reciclagem dos saldos externos e a sustentação da atividade econômica (Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012). A próxima seção examina como esse choque internacional se transmitiu à Europa e se transformou em uma crise bancária, externa, fiscal e política.

3. Da crise financeira internacional à crise do euro

A crise financeira internacional de 2007-08 ocorreu em um contexto de liberalização, desregulamentação e crescente integração dos mercados financeiros. Nos Estados Unidos, a expansão do crédito imobiliário para tomadores de maior risco foi acompanhada pela securitização das hipotecas, permitindo que esses ativos fossem distribuídos entre diferentes instituições financeiras. Enquanto os preços

dos imóveis continuaram crescendo, a percepção de risco permaneceu reduzida e a alavancagem se ampliou. Sob uma perspectiva minskyana, esse período de aparente estabilidade favoreceu a redução das margens de segurança e a adoção de posições financeiras progressivamente mais frágeis. Quando a inadimplência aumentou e as expectativas se reverteram, a queda dos preços dos ativos ampliou as perdas patrimoniais e comprometeu a liquidez das instituições financeiras (Carvalho, 2008; Kregel, 2010; Minsky, 2013).

Na Zona do Euro, entretanto, a crise assumiu características específicas. A união monetária combinava intensa integração financeira e liberdade de circulação de capitais com a manutenção da responsabilidade fiscal no âmbito nacional. Simultaneamente, os países-membros haviam renunciado à emissão de moedas próprias e à condução autônoma das políticas monetária e cambial. Essa configuração tornou particularmente vulneráveis as economias periféricas, que haviam acumulado déficits em conta corrente e passivos diante dos países centrais. Com a interrupção dos fluxos financeiros e a necessidade de sustentar os sistemas bancários, essas economias enfrentaram a recessão e a deterioração fiscal sem dispor plenamente dos instrumentos tradicionais de estabilização macroeconômica (Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

O choque revelou e aprofundou fragilidades já presentes na arquitetura da União Econômica e Monetária, entre as quais se destacam os desequilíbrios financeiros e externos entre centro e periferia, a exposição dos sistemas bancários e a ausência de mecanismos fiscais e financeiros comuns capazes de distribuir os custos do ajuste. A posterior caracterização da crise como um problema essencialmente fiscal contribuiu para justificar a adoção de programas de austeridade nos países deficitários, cujos efeitos são examinados na seção seguinte.

4. A crise da dívida soberana e os efeitos das políticas de austeridade na periferia da Zona do Euro

A crise da dívida soberana europeia não resultou de desequilíbrios fiscais isolados. Ela decorreu da interação entre fragilidade financeira, desequilíbrios externos, divergências de competitividade e uma arquitetura monetária que restringiu de forma assimétrica os instrumentos disponíveis aos países-membros. Esta seção examina, inicialmente, a formação desses desequilíbrios e a posição das economias periféricas na União Econômica e Monetária; em seguida, compara os efeitos das políticas de austeridade sobre produto, emprego e contas públicas; por fim, aprofunda o caso grego, no qual os custos econômicos e sociais do ajuste foram particularmente intensos.

4.1 A arquitetura da União Econômica e Monetária e a formação dos desequilíbrios centro-periferia

A financeirização e a expansão do crédito privado constituíram dimensões centrais do período anterior à crise. A valorização de ativos, o fortalecimento dos credores e a ampliação do endividamento permitiram sustentar temporariamente a demanda em um contexto de contenção salarial e baixo dinamismo do investimento produtivo. Quando a fragilidade do sistema financeiro se tornou evidente, os governos foram chamados a sustentar bancos e outras instituições, transferindo para os balanços públicos parte das perdas originalmente privadas (Bresser-Pereira, 2019; Lapavistas *et al.*, 2012).

A contenção salarial e a crescente concentração da renda também contribuíram para a fragilidade do padrão de crescimento anterior à crise. Como o consumo das famílias depende fortemente da renda do trabalho, a redução da participação dos salários enfraqueceu a demanda agregada e ampliou, em algumas

economias, a dependência do crédito privado como forma de sustentar o consumo e a atividade econômica. Esse mecanismo ajuda a explicar por que a expansão do endividamento pôde conviver com o baixo dinamismo dos salários e do investimento produtivo (Stockhammer, 2011; Hein, 2012).

A governança econômica europeia concentrava-se, entretanto, no controle da inflação, dos déficits fiscais e da dívida pública, sem estabelecer mecanismos equivalentes para limitar o endividamento privado, os fluxos financeiros transfronteiriços e os desequilíbrios em conta corrente. Ao aderirem à União Econômica e Monetária, os Estados nacionais renunciaram à emissão de moedas próprias e passaram a utilizar o euro sem controlar diretamente sua emissão ou a política monetária. Mantiveram, contudo, a responsabilidade pela política fiscal e pelo suporte aos sistemas bancários nacionais. Essa separação ampliou a vulnerabilidade das economias periféricas diante da recessão, da elevação dos prêmios de risco e da necessidade de resgatar instituições financeiras (Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

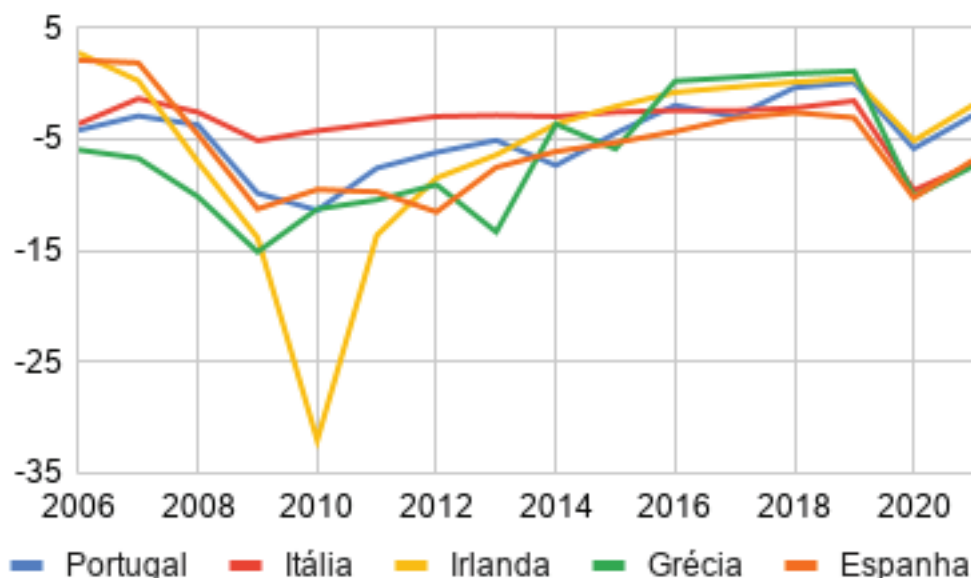
Sob uma perspectiva pós-keynesiana, os resultados fiscais são parcialmente endógenos ao nível de atividade econômica. A recessão reduz o produto, o emprego e a arrecadação tributária, ao mesmo tempo que amplia os gastos sociais e pode exigir intervenções públicas para sustentar o sistema bancário. A elevação dos déficits e da dívida deve ser compreendida, portanto, em grande medida, como consequência da crise e da transferência de perdas privadas para os balanços públicos, e não simplesmente como sua causa original (Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

Fatores domésticos também contribuíram para ampliar a vulnerabilidade de Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda. Polychroniou (2012) e Navarro (2011) destacam a regressividade dos sistemas tributários, a baixa tributação das rendas mais elevadas, a limitada capacidade arrecadatória e a fragilidade relativa dos mecanismos de proteção social. Em 2011, as receitas governamentais correspondiam a aproximadamente 34% do PIB na Espanha, 37% na Grécia, 39% em Portugal e 34% na Irlanda, diante de uma média de 44% na União Europeia. Com a recessão, a queda da renda, do consumo e do emprego estreitou as bases tributárias, enquanto os estabilizadores automáticos e as intervenções públicas ampliaram os gastos e os déficits. Navarro (2011) relaciona parte dessas fragilidades fiscais e sociais às trajetórias políticas de países que atravessaram regimes autoritários durante o século XX e construíram, comparativamente, sistemas tributários e de proteção social menos desenvolvidos do que os de outras economias europeias. Essa herança institucional não explica isoladamente a crise, mas contribuiu para reduzir a capacidade arrecadatória e ampliar a exposição social aos efeitos do ajuste.

Os Gráficos 1 e 2 mostram a rápida deterioração das contas públicas depois de 2008. A Grécia passou de um déficit de 6,4% do PIB em 2007 para 15,4% em 2009; a Irlanda, de equilíbrio fiscal para déficit próximo de 14% no mesmo intervalo; e a Espanha passou de uma posição superavitária no período anterior à crise para um déficit de 11,1% do PIB em 2009. Esses resultados são relevantes porque Espanha e Irlanda apresentavam posições fiscais favoráveis antes da crise, o que enfraquece a interpretação de que a instabilidade teria sido produzida apenas por gastos públicos excessivos. A elevação da dívida observada no Gráfico 2 refletiu, em diferentes proporções, a recessão, a queda da arrecadação, os resgates bancários e a transferência de passivos privados para o setor público.

A queda na arrecadação tributária foi um dos principais fatores para a geração de déficits e dívidas. Esse cenário forçou as nações periféricas a buscarem empréstimos com bancos e países credores — estes, por sua vez, eram beneficiados pelo sistema tributário regressivo dos próprios devedores, cujo excedente de capital gerado acabou sendo canalizado para esses novos financiamentos (Navarro, 2011). Como os impostos eram majoritariamente sobre consumo e renda do trabalho, a queda da atividade reduziu a arrecadação e elevou o déficit. Em 2012, a fins de comparação, a Grécia possuía uma média de arrecadação anual de impostos diretos de 7,9% do PIB, enquanto a média da UE era de 13,7% (Polychroniou, 2012). Nesse sentido, em linha com a abordagem pós-keynesiana e com a Economia Política Internacional, o próprio sistema político econômico neoliberal da UE, posteriormente somado às políticas de austeridade, gerava pobreza dos países periféricos.

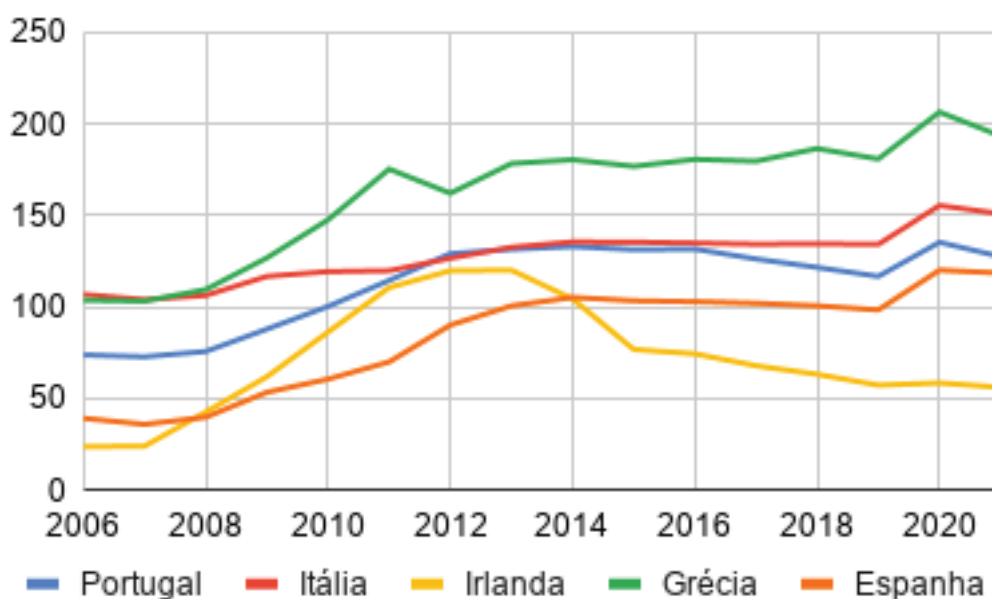
Gráfico 1: Déficit público (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em OECD, 2026.

Os problemas estruturais que Grécia, Espanha e Portugal possuíam antes de entrar no euro, se agravaram no processo de integração, conforme a indústria e a agricultura deslocaram-se da periferia para o centro. Essas economias tiveram uma redução da competitividade e começaram a depender de empréstimos para sustentar o crescimento artificial que viviam antes da crise (Polychroniou, 2012).

Gráfico 2: Dívida geral do governo (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em OECD, 2026.

Esse quadro pode ser relacionado ao que Navarro (2011) denomina “Consenso de Bruxelas”: um conjunto de orientações favoráveis à liberalização econômica, às privatizações e à redução da tributação incidente sobre as rendas mais elevadas. Nos anos anteriores à crise, a expansão da atividade econômica e do crédito atenuou os efeitos fiscais dessa menor capacidade arrecadatória. Com a recessão, porém, as fragilidades fiscais acumuladas tornaram-se mais visíveis. O aumento posterior dos déficits não pode, portanto, ser atribuído à expansão discricionária dos gastos, mas deve ser compreendido como consequência da crise financeira, da retração da atividade e da estrutura tributária desses países. Segundo Polychroniou (2012), os países periféricos,⁴ guiados pela lógica neoliberal, apresentavam políticas regressivas nos trinta anos anteriores à crise, com quedas no investimento público em serviços sociais e em educação, além das grandes privatizações já citadas.

O cerne da interpretação macroeconômica adotada nesta parte do artigo baseia-se em Bibow (2012). Para o autor, a crise da Zona do Euro não deve ser compreendida primordialmente como uma crise de dívida soberana, mas como uma crise simultaneamente bancária e de balanço de pagamentos. Em seu centro encontram-se os desequilíbrios de competitividade e de conta corrente, bem como os fluxos financeiros e as posições credoras e devedoras correspondentes. Os superávits dos países centrais e os déficits das economias periféricas constituíram, assim, dimensões complementares do funcionamento da união monetária.

A participação em uma união monetária pressupõe uma trajetória relativamente comum de inflação. Como o euro eliminou a possibilidade de ajustes das taxas nominais de câmbio entre os países-membros, a manutenção da competitividade relativa passou a depender, em grande medida, da convergência dos custos unitários do trabalho. Os salários nominais deveriam crescer de acordo com a produtividade e com a referência comum de inflação, evitando divergências cumulativas de preços e competitividade (Bibow, 2012).

O principal objetivo da UE era a remoção de barreiras para a liberalização dos mercados de capital e trabalho entre os países. Junto à desregulamentação dos acordos de Basileia, isso permitiu aos bancos comprar ativos e emitir passivos em toda a Zona Euro. Com a maior facilidade dos bancos se endividarem, era o Estado que deveria intervir (via aumento de seus déficits e dívida) caso ocorresse algum problema, como uma instabilidade financeira ou uma crise, mas sem o respaldo de sua soberania monetária, que foi deixada de lado ao entrar na UE (Papadimitriou; Wray, 2012).

Os problemas enfrentados pelos países periféricos passam pela estrutura da (UEM) e de seu sistema bancário. Ao aderir à UEM, esses países passaram a ter o euro (moeda estrangeira) como sua moeda oficial, mas ainda tinham que arcar com a política fiscal nacional. Essa separação de uma moeda soberana da política fiscal é um dos fatores principais de deterioração da Zona Euro. Esses países passaram a ser usuários de sua moeda oficial, e não mais emissores (Papadimitriou; Wray, 2012). Em outras palavras, existe uma abdicação por parte dos Estados nacionais sob a soberania da política monetária. A consequência disso é uma política fiscal comprometida com o parlamento europeu, ignorando as demandas e especificidades de cada economia da zona do euro.

Ao entrar em uma grande recessão, os países integrantes da União Europeia têm seu orçamento transformado em fortes déficits, já que os mercados aumentariam o prêmio de risco de suas dívidas, elevando bastante as taxas de juros e gerando um ciclo vicioso de dívida, aumentando os déficits. Esses países dependiam do BCE para controlar as taxas de juros, mas como não é o seu próprio Banco Central, perde-se a autonomia sobre essas políticas. Além disso, esses países deveriam cuidar de seus sistemas bancários, e não conseguiriam fazê-lo sem gerar um grande prejuízo ao seu governo (Papadimitriou; Wray, 2012).

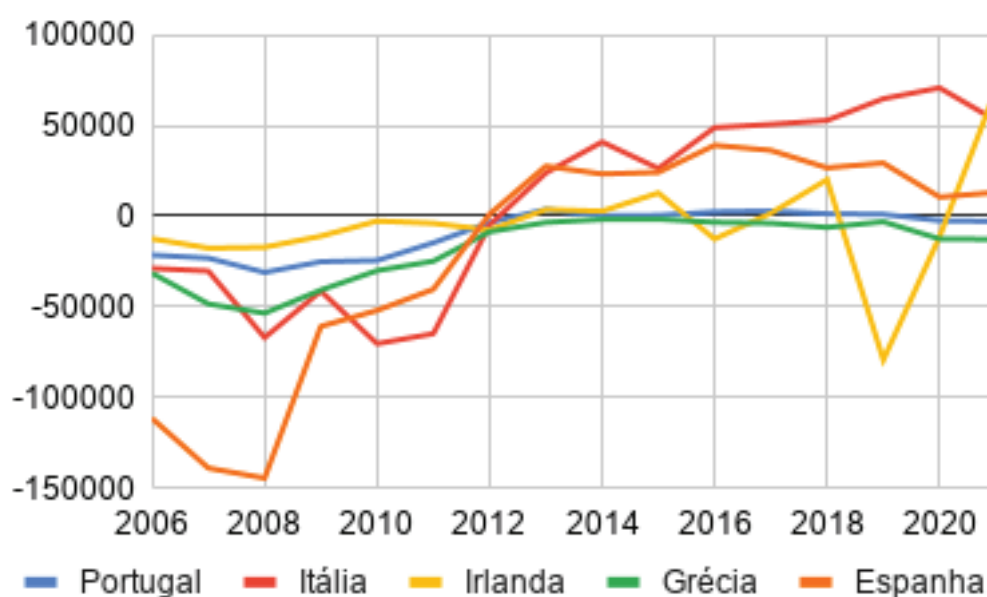
Países com autonomia monetária conseguem ter um elevado nível de dívida/PIB sem correr os problemas que os países da Europa enfrentaram. Isso porque podem deixar as taxas de juros em níveis baixos e existe um risco quase nulo de inadimplência. Em relação à crise da dívida do euro, não havia garantia nenhuma de que não haveria inadimplência por parte dos devedores, ao passo que eles não possuem autonomia na política monetária, para baixar as taxas de juros, ou emitir moeda soberana, por exemplo (Papadimitriou; Wray,

⁴ Particularmente, Grécia, Espanha e Portugal.

2012). A Alemanha afastou-se dessa trajetória a partir do final dos anos 1990, mantendo o crescimento nominal dos custos unitários do trabalho abaixo da referência comum, sobretudo por meio da moderação salarial. Esse movimento não decorreu de um crescimento excepcional da produtividade, mas gerou ganhos cumulativos de competitividade-custo, favorecendo as exportações e os superávits alemães. Em contrapartida, parte das economias periféricas sustentou a demanda interna por meio do crédito, do endividamento e da entrada de capitais provenientes dos países centrais. A interrupção desses fluxos após 2008 tornou insustentáveis os desequilíbrios acumulados (Bibow, 2012; Papadimitriou; Wray, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

O Gráfico 3 evidencia a deterioração dos saldos em conta corrente das economias analisadas antes da crise e sua reversão posterior. A melhora observada a partir do início da década de 2010 não significou necessariamente uma transformação estrutural de suas capacidades produtivas e exportadoras. Em vários casos, ela decorreu também da forte compressão da demanda doméstica e das importações, produzida pela recessão e pelas políticas de austeridade. Desse modo, o reequilíbrio externo foi obtido, em grande medida, por meio da contração das economias deficitárias, e não por um ajuste simétrico que também estimulasse a expansão da demanda nos países superavitários.

Gráfico 3: Saldo em conta corrente (convertido em milhões de dólares) ajustado sazonalmente



Fonte: Elaboração própria com base em OECD, 2026.

Segundo a abordagem pós-keynesiana de Pérez-Caldentey e Vernengo (2012), o aumento dos déficits fiscais e da dívida pública são o resultado de uma crise externa, mas não sua causa. A estrutura do euro, necessariamente, leva a uma queda da competitividade dos países periféricos. Os países centrais cresceram guiados pelas exportações destinadas aos países periféricos, beneficiados pelo elevado volume de comércio intrarregional,⁵ levando ao aumento das dívidas. Isso ocorre devido aos altos custos do trabalho que levam à valorização real do câmbio, que diminuíram a competitividade da periferia,⁶ e junto aos efeitos contracionistas da crise, levaram ao aumento da dívida devido ao aprofundamento dos déficits em conta

⁵ Entre 1993 e 2011, cerca de 70% a 75% das exportações alemãs foram para países dentro do euro (Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

⁶ Ao aderir ao euro e ao Tratado de Maastricht, os países periféricos possuíam um aumento em seus custos do trabalho de 24% entre 2000 e 2007, enquanto esse aumento foi de apenas 7% nos países centrais (Pérez-Caldentey; Vernengo, 2012).

corrente. Portanto, as crises de dívida soberana são também crises de dívida externa e, por perder autonomia monetária, perde-se a política cambial e a possibilidade de desvalorização da moeda para contornar a perda de saldo do balanço de pagamentos. Pérez-Caldentey e Vernengo (2012) mostram que o saldo de conta corrente dos países centrais aumentou, e como mostra o Gráfico 3, de forma concomitante à queda do saldo de conta corrente dos países periféricos, graças à sua perda de competitividade.

Como a manipulação da taxa de câmbio não existe mais para os países da UEM, a solução para a crise passa pelo ajuste em salários, preços e emprego, para os países periféricos (Bibow, 2012). Nesse sentido, a Alemanha foi beneficiada pela depreciação real do euro, estimulando as exportações fora da Zona Euro, e pela depreciação das taxas de juros devido à fuga de capitais de outros países, fazendo da Alemanha um “porto seguro” em tempos de crise e incerteza (Bibow, 2012).

A interpretação de Bibow (2012) é complementada por outras referências mobilizadas no artigo. Pérez-Caldentey e Vernengo (2012) enfatizam que a desregulamentação e a integração financeira ampliaram os fluxos de capitais dos países centrais para as economias periféricas, financiando os déficits em conta corrente e transformando posteriormente a crise externa e financeira em crise fiscal. Papadimitriou e Wray (2012) destacam que a renúncia à soberania monetária converteu os Estados da Zona do Euro em usuários, e não emissores, da moeda. Lapavitsas et al. (2012), por sua vez, acrescentam a dimensão da financeirização e das relações entre credores e devedores. Bibow (2012) fornece, portanto, o eixo macroeconômico da explicação, enquanto as demais referências aprofundam suas dimensões financeira, monetário-institucional e político-distributiva.

A resposta defendida pelos países credores concentrou o ajuste nas economias deficitárias. Jens Weidmann, então presidente do Deutsche Bundesbank, afirmou em 2012 que esses países deveriam reduzir a demanda doméstica, elevar sua competitividade e ampliar as exportações. Sem a possibilidade de desvalorização cambial, tal estratégia exigia uma desvalorização interna, baseada na redução de salários, preços e emprego. Estudo citado por Bibow (2012) estimava ajustes reais de aproximadamente 35% para Portugal, 30% para a Grécia, cerca de 20% para Espanha e França e entre 10% e 15% para a Itália, ao mesmo tempo que apontava a necessidade de valorização relativa da Alemanha (Nilsen, 2012 apud Bibow, 2012, p. 34). O caráter unilateral desse ajuste aprofundava a recessão e dificultava a correção sustentável dos desequilíbrios.

Embora os contextos históricos e institucionais sejam distintos, há uma aproximação possível entre as condicionalidades impostas às economias periféricas da Zona do Euro e os programas de ajuste aplicados à América Latina nos anos 1990. Em ambos os casos, a prioridade atribuída ao equilíbrio fiscal, à abertura financeira e às reformas liberalizantes restringiu o espaço das políticas nacionais e transferiu aos países deficitários a maior parte do ônus do ajuste (Colombo; Sartório, 2022; Colombo; Sartório; Felipe, 2023). A crítica pós-keynesiana sustenta que a consolidação fiscal em contexto recessivo tende a reduzir a demanda, o produto e a arrecadação, agravando os próprios indicadores que se pretendia corrigir (Arestis; Pelagidis, 2010; Arestis; Sawyer, 2026).

4.2 Austeridade e trajetórias macroeconômicas das economias periféricas

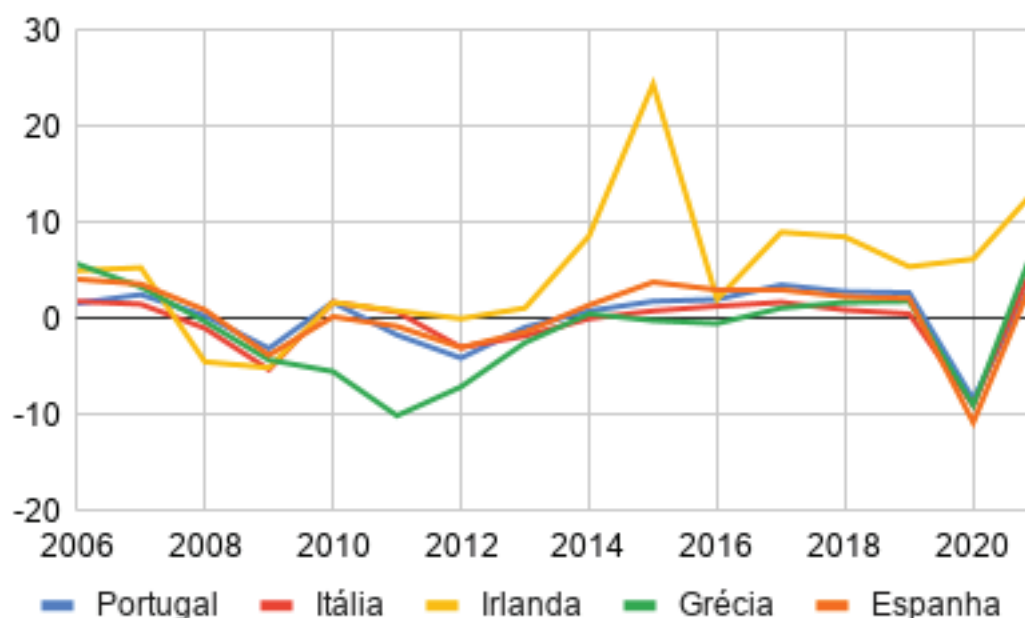
O diagnóstico predominante entre o governo alemão, outros países credores e as principais instituições europeias atribuiu as dificuldades das economias devedoras à indisciplina fiscal, à perda de competitividade e à rigidez dos mercados internos. Com base nessa interpretação, a assistência financeira foi condicionada à consolidação fiscal, às reformas estruturais, às privatizações e à desvalorização interna. Essa orientação deslocou para os países deficitários a maior parte do ônus do ajuste e relegou a segundo plano a fragilidade bancária, os desequilíbrios externos e as assimetrias institucionais da União Econômica e

Monetária (Polychroniou, 2012; Blyth, 2013; Bulmer; Paterson, 2013; Matthijs; Blyth 2015).

Os mecanismos de assistência financeira alcançaram Grécia, Irlanda e Portugal por meio de programas de ajustamento macroeconômico, enquanto a Espanha recebeu assistência direcionada principalmente à recapitalização de seu sistema bancário. A Itália não foi submetida a um programa equivalente, mas também enfrentou recessão, elevação dos prêmios de risco e pressões por consolidação fiscal. Nos países assistidos, a combinação entre cortes de gastos, aumentos de impostos, reformas dos mercados de trabalho e restrição do crédito intensificou a contração da demanda agregada. Em vez de produzir uma recuperação rápida, a austeridade esteve associada à queda do produto, ao aumento do desemprego e à deterioração inicial da relação dívida/PIB (Polychroniou, 2014; Arestis; Sawyer, 2026).

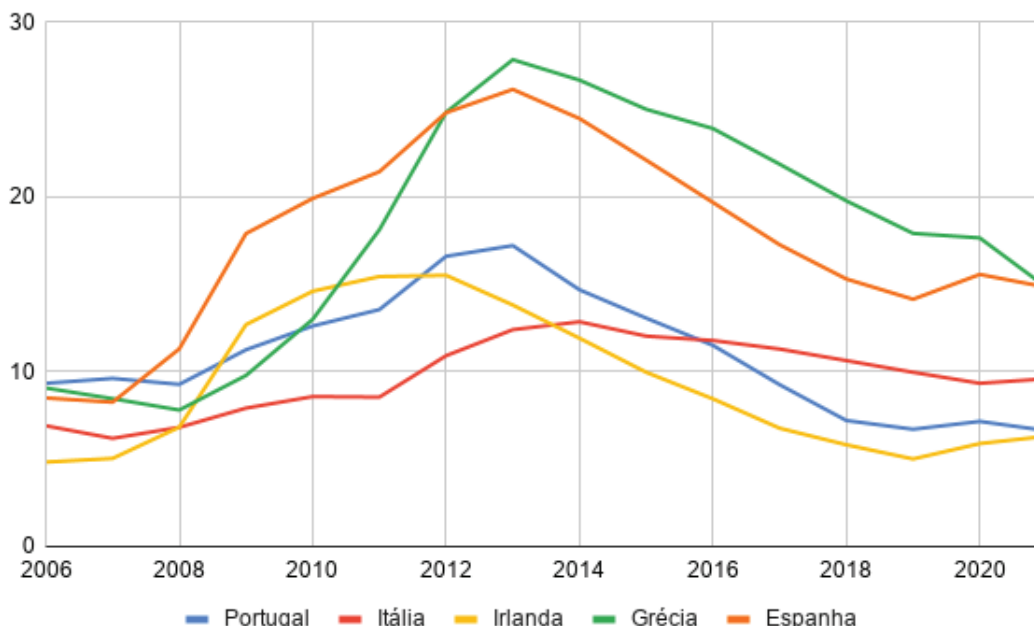
As respostas europeias também variaram conforme o peso econômico e sistêmico de cada país. Papadimitriou e Wray (2012) observam que a dimensão das economias espanhola e italiana e os riscos que uma crise mais profunda nesses países representaria para a própria sobrevivência do euro condicionaram o tratamento institucional e financeiro conferido a seus sistemas bancários. O caso grego, por sua vez, foi submetido a condicionalidades mais extensas e a uma transferência particularmente intensa dos custos do ajuste para o setor público e para a população. Os Gráficos 4 e 5 mostram a heterogeneidade e a profundidade desses efeitos. Entre 2009 e 2012, a taxa média anual de crescimento do PIB foi de aproximadamente -6,78% na Grécia, -1,86% na Espanha, -1,82% em Portugal, -1,46% na Itália e -0,69% na Irlanda. No período de 2013 a 2019, Espanha e Portugal apresentaram recuperação mais consistente, com médias de 2,02% e 1,81%, respectivamente, enquanto a Itália cresceu cerca de 0,48% ao ano. A média grega permaneceu praticamente estagnada; a irlandesa foi muito superior, mas fortemente influenciada pelo crescimento excepcional de 24,4% registrado em 2015 e pelas particularidades estatísticas associadas à presença de empresas multinacionais.

Gráfico 4: Taxa anual de crescimento do PIB (em %)



Fonte: Elaboração própria com base em OECD, 2026.

Gráfico 5: Taxa de desemprego (em % da força de trabalho total)



Fonte: Elaboração própria com base em OECD, 2026.

A evolução do desemprego confirma que a recuperação foi lenta e desigual. Espanha e Grécia atingiram taxas próximas de 25% em 2012 e, embora tenham apresentado redução posterior, ainda registravam aproximadamente 14,8% em 2021. Portugal alcançou 17,18% em 2013, recuando para 6,59% em 2021. Na Itália, a taxa chegou a 12,37% em 2013 e permaneceu próxima de 10% nos anos seguintes. A Irlanda apresentou queda mais rápida, de 15,48% em 2012 para 4,97% em 2019, mas parte dessa melhora esteve associada à emigração e não apenas à criação doméstica de empregos.

Os resultados fiscais também foram ambíguos. Após a forte deterioração registrada entre 2008 e 2013, os déficits foram reduzidos e, em alguns casos, convertidos em superávits, o que representou um resultado compatível com a meta imediata de consolidação fiscal. A relação dívida/PIB, contudo, aumentou de forma expressiva: na Grécia, passou de 109,4% em 2008 para 178,2% em 2013 e 206,3% em 2020; na Espanha, de 39,7% para 100,5% e 120%; em Portugal, de 75,6% para 131,4% e 135,2%; e na Itália, de 106,2% para 132,5% e 155,3%. A Irlanda foi a principal exceção, pois, depois de atingir aproximadamente 120% do PIB em 2013, reduziu a dívida para níveis entre 50% e 60% nos anos seguintes. A experiência comparada mostra, portanto, que a redução dos déficits não implicou diminuição generalizada da dívida, sobretudo porque a contração do produto elevou o denominador dessa relação. Cabe observar, contudo, que os valores registrados em 2020 também refletem o choque extraordinário da pandemia de covid-19 e as medidas fiscais adotadas para enfrentá-la. Portanto, a elevação da dívida neste ano não deve ser atribuída exclusivamente aos efeitos anteriores das políticas de austeridade.

A Irlanda constitui um caso contrastante. A expansão das exportações e a presença de grandes empresas multinacionais favoreceram uma recuperação mais rápida do PIB e das contas públicas. Contudo, os setores exportadores não concentravam a maior parte dos empregos, e a redução do desemprego foi acompanhada por elevada emigração. Espanha e Portugal também ampliaram suas exportações, mas parte desse desempenho esteve associada à redução dos custos do trabalho e à compressão da demanda interna. A melhora externa, portanto, não deve ser confundida automaticamente com recuperação social e produtiva plena

(Polychroniou, 2014). Em conjunto, os indicadores revelam resultados fiscais parciais, mas custos produtivos e sociais elevados. A austeridade contribuiu para reduzir déficits correntes e melhorar os saldos externos, porém não produziu uma trajetória homogênea de redução da dívida, recuperação do produto e recomposição do emprego. A Grécia representa a manifestação mais intensa desse processo e, por isso, exige análise específica.

4.3 A recuperação incompleta da Grécia no período pós-crise

A Grécia foi a economia mais severamente atingida pela crise e pelas condicionalidades associadas aos programas de assistência. A estratégia de desvalorização interna envolveu cortes de salários, pensões, benefícios sociais e gastos públicos, além de aumentos de impostos e privatizações. A queda da demanda doméstica provocou o fechamento de pequenas e médias empresas e ampliou o desemprego, enquanto a fragilidade da base produtiva limitou a capacidade de converter a redução dos custos em expansão significativa das exportações (Polychroniou, 2012, 2014).

A avaliação ex post do Fundo Monetário Internacional reconheceu, em junho de 2013, que a profundidade da recessão havia sido subestimada. O programa iniciado em 2010 utilizara inicialmente um multiplicador fiscal de apenas 0,5, posteriormente revisto para valor aproximadamente duas vezes maior. O relatório também admitiu que o programa funcionou como operação de contenção, oferecendo tempo para que a Zona do Euro construísse mecanismos de proteção contra o contágio, e que uma reestruturação inicial da dívida teria sido mais favorável à Grécia, embora não tenha sido aceita pelos parceiros europeus (International Monetary Fund, 2013).

Apesar desse reconhecimento, as políticas de austeridade e as condicionalidades associadas ao programa não foram imediatamente revertidas. A prioridade continuou sendo reduzir o risco de contágio e preservar a estabilidade da Zona do Euro, ainda que isso prolongasse os custos econômicos e sociais suportados pela Grécia (Polychroniou, 2014). A Grécia saiu formalmente do programa de assistência em 21 de agosto de 2018 e voltou a registrar taxas positivas, embora modestas, de crescimento antes da pandemia. A saída do programa, entretanto, não eliminou os constrangimentos. O governo permaneceu submetido a metas elevadas de superávit primário, reformas administrativas e estruturais, privatizações, gestão de ativos públicos e medidas destinadas à redução dos empréstimos inadimplentes. Os gastos governamentais com salários do setor público diminuíram cerca de 30 bilhões de euros entre 2009 e 2014, e os benefícios sociais recuaram aproximadamente 8 bilhões de euros entre 2010 e 2014, permanecendo depois relativamente estáveis em termos nominais (Papadimitriou; Nikiforos; Zezza, 2018). O ajuste externo ocorreu principalmente por meio da deterioração da demanda doméstica. Após 2008, as importações caíram juntamente com o PIB e só voltaram a crescer de forma mais consistente a partir do final de 2015. As exportações aumentaram em parte do período, favorecidas pela redução dos preços relativos, pelo turismo e por maior integração às cadeias internacionais de valor. Contudo, seu crescimento desde o ponto mais baixo da crise foi semelhante ao observado em outros países da Zona do Euro, indicando que a desvalorização interna não produziu vantagem exportadora extraordinária (Papadimitriou; Nikiforos; Zezza, 2018).

A experiência grega evidencia, assim, a diferença entre saída formal de um programa de assistência e recuperação econômica substantiva. A melhora do resultado fiscal e da conta corrente foi obtida em grande medida por meio da compressão da demanda, das importações e dos gastos públicos, enquanto a dívida, o desemprego e as restrições à autonomia da política econômica permaneceram elevados. A trajetória pós-crise foi, portanto, marcada por estabilização parcial, mas não pela superação das vulnerabilidades estruturais que haviam aprofundado a crise.

5. Conclusão

À luz da articulação entre a perspectiva pós-keynesiana e a Economia Política Internacional, a análise desenvolvida mostrou que a crise da Zona do Euro não pode ser explicada primordialmente pelo endividamento público ou por supostos excessos fiscais dos países periféricos. Do ponto de vista pós-keynesiano, o núcleo da crise esteve nos desequilíbrios externos e financeiros acumulados no interior da união monetária, na expansão do crédito privado, na fragilidade dos sistemas bancários e nas divergências de competitividade produzidas por trajetórias distintas dos custos unitários do trabalho. A interrupção dos fluxos financeiros após 2008, os resgates bancários e a retração da atividade econômica transferiram perdas privadas para os balanços públicos, elevaram os déficits e ampliaram a dívida governamental, transformando uma crise bancária e de balanço de pagamentos em uma crise apresentada como predominantemente fiscal (Bibow, 2012; Pérez-Caldentey; Vernengo; Papadimitriou; Wray, 2012).

A Economia Política Internacional complementa essa interpretação ao evidenciar que as respostas à crise foram condicionadas pela arquitetura institucional do euro e pelas relações assimétricas de poder entre países credores e devedores. A incorporação da disciplina fiscal, da estabilidade de preços e da liberalização financeira às regras da integração europeia restringiu a autonomia das políticas nacionais e conferiu maior capacidade de influência aos países centrais e às instituições credoras (Gill 1998; Van Apeldoorn, 2000, 2002; Bulmer; Paterson, 2013; Matthijs; Blyth, 2015). Nesse contexto, a austeridade não constituiu apenas uma resposta técnica à deterioração fiscal, mas uma escolha política e distributiva que concentrou o ônus do ajuste nas economias periféricas e em seus trabalhadores, por meio da compressão dos salários, da redução dos gastos sociais, das reformas estruturais e da contração da demanda interna (Blyth, 2013; Polychroniou, 2014).

A análise comparativa revelou, entretanto, trajetórias heterogêneas. A consolidação fiscal permitiu reduzir os déficits correntes e melhorar os saldos externos em parte dos países, mas não produziu uma redução generalizada da relação dívida/PIB nem uma recuperação homogênea do produto e do emprego. Espanha e Portugal apresentaram retomada mais consistente depois de 2013, enquanto a Itália permaneceu marcada por baixo crescimento. A Irlanda constituiu o caso de recuperação mais rápida, embora seus resultados tenham sido influenciados pelas empresas multinacionais e pela emigração. A Grécia, por sua vez, apresentou a retração mais profunda e a recuperação mais frágil. Esses resultados indicam que os avanços fiscais e externos obtidos foram parciais e frequentemente associados à compressão da demanda doméstica, das importações, dos salários e do emprego.

O caso grego sintetiza de maneira particularmente expressiva esse processo. A economia sofreu queda acentuada do produto, elevação abrupta do desemprego e deterioração prolongada das condições de vida. Mesmo após a saída formal do programa de assistência, a recuperação permaneceu limitada por metas fiscais rigorosas, elevado endividamento e restrições à autonomia da política econômica. A experiência grega evidencia, assim, os limites de uma estratégia de ajuste baseada na desvalorização interna e na obtenção de superávits fiscais em uma economia caracterizada por fragilidade produtiva, elevada dívida e demanda deprimida. A principal contribuição do artigo consiste em demonstrar que os resultados macroeconômicos observados não podem ser dissociados das relações de poder, das condicionalidades institucionais e das hierarquias centro-periferia que estruturaram a condução da crise. A austeridade contribuiu para aprofundar a recessão, manter o desemprego em níveis elevados e dificultar uma redução generalizada da dívida e uma retomada sólida e homogênea. A crise financeira internacional atuou como elemento desencadeador, mas revelou contradições que já se encontravam inscritas no funcionamento da União Econômica e Monetária. A trajetória pós-crise das economias analisadas demonstra, portanto, que a estabilidade duradoura da Zona do Euro exige não apenas disciplina fiscal nos países deficitários, mas mecanismos mais simétricos de ajuste, maior compartilhamento dos riscos e ampliação do espaço para políticas voltadas ao crescimento, ao emprego e à redução das desigualdades.

Referências bibliográficas

- ARRIGHI, Giovanni. The developmentalist illusion: a reconceptualization of the semiperiphery. In: MARTIN, William G. (ed.). **Semiperipheral states in the world-economy**. Westport: Greenwood Press, 1990. p. 11-42.
- ARESTIS, Philip; PELAGIDIS, Theodore. **Absurd austerity policies in Europe**. *Challenge*, v. 53, n. 6, p. 54-61, 2010. DOI: <https://doi.org/10.2753/0577-5132530603>.
- ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. The euro after quarter of a century: a post-Keynesian perspective. **Review of Evolutionary Political Economy**, v. 7, art. 3, 2026. DOI: <https://doi.org/10.1007/s43253-026-00166-8>.
- BIBOW, Jörg. **The euro debt crisis and Germany's euro trilemma**. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College, 2012. (Working Paper, n. 721). Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_721.pdf. Acesso em: 11 jun. 2026.
- BLYTH, Mark. **Austerity: the history of a dangerous idea**. New York: Oxford University Press, 2013.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Secular stagnation, low growth, and financial instability. **International Journal of Political Economy**, v. 48, n. 1, p. 21-40, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1080/08911916.2018.1550949>.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Do liberal policy regimes condemn Latin America to quasi-stagnation?** São Paulo: FGV EESP, 2021. (Texto para Discussão, n. 541).
- BULMER, Simon; PATERSON, William E. Germany as the EU's reluctant hegemon? Of economic strength and political constraints. **Journal of European Public Policy**, v. 20, n. 10, p. 1387-1405, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1080/13501763.2013.822824>.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Entendendo a recente crise financeira global. In: **ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. Dossiê da crise. [S. l.]: Associação Keynesiana Brasileira**, nov. 2008. p. 16-22. Disponível em: <https://associacaokeynesianabrasileira.org/wp-content/uploads/2022/04/dossie-crise.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2026.
- COLOMBO, Arthur Osvaldo; SARTÓRIO, Sarah Gonçalves Patrocínio. Implementação das políticas neoliberais nas principais economias da América Latina: alterações na condução de políticas e suas consequências. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 19, n. 1, p. 269-295, 2022.
- COLOMBO, Arthur Osvaldo; SARTÓRIO, Sarah Gonçalves Patrocínio; FELIPE, Ednilson Silva. Políticas neoliberais na América Latina na década de 1990: uma análise dos aspectos econômicos do Brasil. **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 39-54, 2023.
- FAVORATO, Diego. Gonçalves.; COLOMBO, Arthur. Osvaldo.; SARTÓRIO, Sarah. Gonçalves. Patrocínio. Keynes e o princípio da demanda efetiva: refutação da lei de Say, determinação da expectativas, e natureza do equilíbrio. **Revista de Economia Mackenzie**. v.17, p.51 - 72, 2020.
- GILL, Stephen. European governance and new constitutionalism: Economic and Monetary Union and alternatives to disciplinary neoliberalism in Europe. **New Political Economy**, v. 3, n. 1, p. 5-26, 1998. DOI: <https://doi.org/10.1080/13563469808406330>.
- GRÄBNER, Claudius; HEIMBERGER, Philipp; KAPPELLER, Jakob; SCHÜTZ, Bernhard. Is the Eurozone disintegrating? Macroeconomic divergence, structural polarisation, trade and fragility. **Cambridge Journal of Economics**, v. 44, n. 3, p. 647-669, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/bez059>.

- HEIN, Eckhard. Finance-dominated capitalism, re-distribution, household debt and financial fragility in a Kaleckian distribution and growth model. **PSL Quarterly Review**, v. 65, n. 260, p. 11-51, 2012. DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3643/9937>.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Greece: ex post evaluation of exceptional access under the 2010 Stand-By Arrangement**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013. (IMF Country Report, n. 13/156). DOI: <https://doi.org/10.5089/9781484387894.002>.
- KREGEL, Jan. What would Minsky have thought of the mortgage crisis? In: PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall (ed.). **The Elgar companion to Hyman Minsky**. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2010. p. 31-46.
- LAPAVITSAS, Costas et al. **Crisis in the Eurozone**. London: Verso, 2012.
- MATTHIJS, Matthias; BLYTH, Mark (ed.). The future of the euro. New York: **Oxford University Press**, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780190233235.001.0001>.
- MARX, Karl. **O capital: crítica da economia política: Livro I: o processo de produção do capital**. Tradução de Rubens Enderle. 2. ed. São Paulo: Boitempo, 2017.
- MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2. ed. Osasco: Novo Século, 2013.
- NAVARRO, Vicente. **Crisis and class struggle in the Eurozone**. **CounterPunch**, 19 ago. 2011. Disponível em: <https://www.counterpunch.org/2011/08/19/crisis-and-class-struggle-in-the-eurozone/>. Acesso em: 11 jun. 2026.
- NÖLKE, Andreas. Economic causes of the Eurozone crisis: the analytical contribution of comparative capitalism. **Socio-Economic Review**, v. 14, n. 1, p. 141-161, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1093/ser/mwv031>.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Data Explorer**. Paris: **OECD**, [s. d.]. Disponível em: <https://data-explorer.oecd.org/>. Acesso em: 25 jan. 2026.
- PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; NIKIFOROS, Michalis; ZEZZA, Gennaro. Can Greece grow faster? Annandale-on-Hudson, NY: **Levy Economics Institute of Bard College**, nov. 2018. (Strategic Analysis). Disponível em: https://www.levyinstitute.org/wp-content/uploads/2024/02/sa_gr_11_18.pdf. Acesso em: 11 jun. 2026.
- PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall. Euroland's original sin. Annandale-on-Hudson, NY: **Levy Economics Institute of Bard College**, 2012. (Policy Note, n. 2012/8). Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/pn_12_08.pdf. Acesso em: 11 jun. 2026.
- PÉREZ-CALDENTEY, Esteban; VERNENGO, Matías. The euro imbalances and financial deregulation: a post-Keynesian interpretation of the European debt crisis. Annandale-on-Hudson, NY: **Levy Economics Institute of Bard College**, 2012. (Working Paper, n. 702). Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_702.pdf. Acesso em: 11 jun. 2026.
- POLYCHRONIOU, Chronis J. The Mediterranean conundrum: the link between the state and the macroeconomy, and the disastrous effects of the European policy of austerity. Annandale-on-Hudson, NY: **Levy Economics Institute of Bard College**, 2012. (Public Policy Brief, n. 124). Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_124.pdf. Acesso em: 11 jun. 2026.
- POLYCHRONIOU, Chronis J. Dead economic dogmas trump recovery: the continuing crisis in the Eurozone periphery. Annandale-on-Hudson, NY: **Levy Economics Institute of Bard College**, 2014. (Public Policy Brief, n. 133). Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/publications/dead-economic-dogmas-trump-recovery>. Acesso em: 11 jun. 2026.

- SARTÓRIO, Sarah. Gonçalves. Patrocínio.; COLOMBO, Arthur. Osvaldo.; FAVORATO, Diego. Gonçalves. Os determinantes da taxa de juros: uma interpretação de Keynes e a refutação da teoria Neoclássica. **PESQUISA & DEBATE (SÃO PAULO. 1985. ONLINE)**. v.33, p.122 - 147, 2022.
- SENNA DIAS, Daniel.; COLOMBO, Arthur. Osvaldo. Financeirização e desindustrialização: Nuances de uma relação de causa e efeito para a economia brasileira e latino-americana. **Revista de Economia Mackenzie**. v.21, p.189 - 212, 2024
- STOCKHAMMER, Engelbert. Peripheral Europe's debt and German wages: the role of wage policy in the Euro area. **International Journal of Public Policy**, v. 7, n. 1/2/3, p. 83-96, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1504/IJPP.2011.039577>.
- VAN APELDOORN, Bastiaan. Transnational class agency and European governance: the case of the European Round Table of Industrialists. **New Political Economy**, v. 5, n. 2, p. 157-181, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1080/713687772>.
- VAN APELDOORN, Bastiaan. **Transnational capitalism and the struggle over European integration**. London: Routledge, 2002. DOI: <https://doi.org/10.4324/9780203166802>.
- WALLERSTEIN, Immanuel. The capitalist world-economy: essays. **Cambridge: Cambridge University Press**, 1979.