

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

---



**Daniel Fagundes de Souza**

**Professora Orientadora: Simone Silva de Deus**

**INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E CRISE NA ZONA DO EURO**

**Campinas**

**2013**

**Daniel Fagundes de Souza**

**INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E CRISE NA ZONA DO EURO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Graduação do Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas para  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas sob orientação da Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Simone  
Silva de Deos.

**Campinas**  
**2013**

À memória de meu falecido pai.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus pela força, pelo ânimo e cumprimento de Sua vontade ao longo dessa jornada. Agradeço também à minha família, todos que torceram pelo meu sucesso e, de alguma forma, me apoiaram, sobretudo à minha mãe, que esteve ao meu lado durante os momentos mais difíceis dessa caminhada e da minha vida, sem a qual nada disso seria sequer imaginável. Aos amigos, colegas, companheiros de estudos, os quais, de uma forma ou outra, se ajudaram e serviram como referência e motivação uns aos outros. Esses serão levados para toda uma vida.

À Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Simone Silva de Deos, minha orientadora nesse processo, pelos auxílios prestados, pela confiança passada e pela preocupação no que concerne não somente ao ambiente acadêmico, mas também ao lado familiar, sentimental e ao meu bem-estar. Aos docentes do Instituto de Economia que, cada qual à sua maneira, transmitiram o conhecimento que possuíam e contribuíram num longo processo de amadurecimento, crescimento e construção de senso crítico. Por fim, agradeço à Universidade Estadual de Campinas pela oportunidade de viver alguns dos melhores anos de minha vida.

*“Dê o primeiro passo na fé. Você não precisa ver a escada inteira. Apenas dê o primeiro passo.”*

Martin Luther King Jr.

Campinas  
2013

DE SOUZA, Daniel Fagundes. **Integração Monetária na Zona do Euro: Um Estudo a Partir do Caso da Grécia.** 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

## RESUMO

A partir do final da Segunda Guerra Mundial, a Europa se envolveu numa perspectiva de reconstrução e recuperação econômica que articulou esforços de diversas economias em torno de um projeto de integração. Esse projeto se desenvolveu ao longo da segunda metade do século XX e culminou no mais arrojado processo de integração regional já visto, alçado ao nível de União Monetária. Dentro da teoria econômica, existem divergências significativas a respeito dos planos de integração econômica regional. Contudo, é possível inferir acertadamente que o Euro, criado nas bases da teoria econômica ortodoxa, e que mostrava consistência, encontrou na crise econômica mundial de 2008/09 um enorme obstáculo ao seu desenvolvimento. A finalidade desse trabalho é lançar luz sobre as falhas institucionais que se deram no design da União Monetária e que, com a crise e seus desdobramentos, foram escancaradas. Portanto, apresentar indícios de que a crise sistêmica da dívida encontra suas raízes antes nos defeitos da arquitetura de montagem do projeto do que no comportamento irresponsável e tendente ao endividamento de governos periféricos. Pretende-se evidenciar também que as políticas austeras disciplinadoras propostas pelas autoridades monetárias europeias se mostram ineficazes e prejudiciais à grande maioria das economias do bloco, criando um panorama de desemprego e queda da renda.

### **Palavras-Chaves:**

Euro. Integração Monetária. Defeitos Institucionais.

## **ABSTRACT**

Since the very end of the Second World War, the European continent has become involved in a perspective of reconstruction and economic recovery which combined the efforts of many economies to implement an integration project. This project was developed over the second half of the twentieth century and led to the largest regional integration process ever seen, raised all the way to the level of monetary union. In the economic theory, there are significant differences regarding the plans of regional economic integration. However, it is possible to correctly state that the Euro, created on the basis of orthodox economic theory, which showed consistency, found in the global economic crisis of 2008/09 a major obstacle to its development. The purpose of this paper is to highlight the institutional failures that occurred in the design of monetary union, which with the outbreak of the crisis and its consequences were exposed. Therefore, it is aimed to present evidence that systemic debt crisis has its origin more in the defects of the architecture of the project design than the irresponsible and debt-led behavior of peripheral governments. It is also intended to show that austerity and disciplinary policies proposed by European monetary authorities are ineffective and harmful to the vast majority of the bloc's economies, creating a panorama of unemployment and decreasing income.

### **Key Words:**

Euro. Monetary Union. Institutional Failures.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO:</b> .....	<b>10</b>
<b>1. CAPÍTULO 1: Integração Europeia</b> .....	<b>13</b>
1.1 Perspectiva Histórica da União Europeia.....	13
1.2 Integração Monetária.....	16
<b>2. CAPÍTULO 2: O Debate Teórico da Integração Monetária e o Euro</b> .....	<b>19</b>
2.1 Formação de um Bloco Regional.....	19
2.2 A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO).....	20
2.3 A Ortodoxia Dominante.....	22
2.4 A Crítica Heterodoxa.....	24
<b>3. CAPÍTULO 3: Os Defeitos da Arquitetura da União Monetária Europeia</b> .....	<b>29</b>
3.1 A Crise e os Limites do Euro.....	29
3.2 Um Arranjo Institucional Ortodoxo.....	30
3.3 As Lacunas do Projeto.....	33
3.4 O Banco Central Europeu.....	37
<b>4. CAPÍTULO 4: O Caso Grego</b> .....	<b>41</b>
4.1 Panorama da Crise.....	41
4.2 Análise de Indicadores Macroeconômicos Seleccionados.....	44
<b>4. CONCLUSÃO:</b> .....	<b>50</b>
<b>5. REFERÊNCIAS:</b> .....	<b>53</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Estatísticas Econômicas – 12 Membros Originais do Euro (1998 a 2001).....	32
---	----

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Alemanha: Evolução do Saldo em Transações Correntes e do Saldo Comercial Vis-À-Vis os Demais Países da Área do Euro (Milhões de Euros – 1999 a 2010).....	35
<b>Gráfico 2</b> – Taxa de Inflação Anual Média na Zona do Euro (2001 a 2012).....	39
<b>Gráfico 3</b> – Grécia: Crescimento Real do PIB (% com relação ao ano anterior – Preços Correntes – 2003 a 2013).....	45
<b>Gráfico 4</b> – Grécia: Formação Bruta de Capital Fixo (Milhões de Euros – Preços Correntes – 2003 a 2013).....	46
<b>Gráfico 5</b> – Grécia: Importações e Exportações de Bens e Serviços (Milhões de Euros – Preços Correntes – 2003 a 2013).....	47
<b>Gráfico 6</b> – Grécia: Taxa de Desemprego (2003 a 2012).....	48

## INTRODUÇÃO

A crise econômica e social que o mundo atravessa desde fins de 2008 se alastrou por várias economias do globo, proporcionando estagnação, queda no preço dos ativos, na renda e no emprego. Os efeitos nocivos de sua contaminação foram sentidos por milhões de pessoas. Os danos causados aos blocos econômicos regionais não foram menores e na Europa, o efeito não foi diferente: a União Europeia (UE) e o Euro foram consideravelmente afetados. O grande objetivo por trás da proposta de integração dos países membros desse bloco, o desenvolvimento conjunto e harmonioso de toda a região, sofreu um forte retrocesso. Dessa forma, o que se encontra nos dias de hoje e que vem se arrastando há alguns anos é uma conjuntura de crise na zona do euro, com dimensões políticas, sociais e econômicas envolvidas. Tais resultados apresentam reflexos não somente na UE, mas no continente europeu como um todo e, porque não dizer no mundo inteiro, em função dos encadeamentos do sistema econômico mundial globalizado.

Assim, diante da calamitosa condição de algumas das economias europeias, supostamente deveria ganhar voz a contestação da visão econômica convencional ortodoxa e de suas políticas de austeridade fiscal e disciplina orçamentária, utilizadas como “remédio amargo” à crise e defendidas, sobretudo, pelo corpo burocrático da Comissão Europeia (CE), pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo governo alemão e de outras nações europeias setentrionais. Tais posicionamentos, sobretudo, das autoridades dirigentes do bloco, afetam as diretrizes do Banco Central Europeu (BCE), instituição que carrega nada menos que a responsabilidade de zelar pela estabilidade monetária da região.

Porém, dizem os ortodoxos, a grande ameaça ao equilíbrio da União Monetária Europeia não são as políticas de austeridade adotadas no pós-crise e, sim, as deficiências das economias mais frágeis do bloco. A crise sistêmica é atribuída, dessa maneira, unicamente ao comportamento dito “irresponsável” de governos de economias periféricas do euro (potencialmente desequilibradas), que teriam forte tendência ao endividamento. Tal afirmação permeia o senso comum, sobretudo daqueles não familiarizados com o tema e, assim sendo, torna-se uma “verdade inquestionável”. Ao longo desse estudo veremos que isso se trata, se não de uma falácia, pelo menos de um grande equívoco.

Analogamente, o que se presencia atualmente, tal qual em diversos importantes momentos históricos observados, é que a integração regional europeia tem apresentado enormes obstáculos. O tradicional coletivismo europeu tem, mais uma vez, dado lugar a um processo de relativo fechamento, acompanhado pelo crescimento de certos movimentos nacionalistas. Adicionalmente, as divergências ideológicas dentro do bloco se tornam mais agudas, o que pode ser observado, sobretudo, nos debates políticos dentro das economias mais afetadas pela crise. Torna-se mais difícil negociar e promover a cooperação econômica em um ambiente conturbado como esse.

Logo, pode ser dito que o tema proposto enseja e continua ensejando um acirrado debate em um momento de tensão em torno dos rumos dessas economias, da Europa e do mundo. A questão não é “apenas” a ameaça à sobrevivência do Euro, uma possibilidade bastante enfraquecida e devidamente afastada nesse momento, mas também o futuro das propostas de integração regional. Esse período agitado que se presencia, potencialmente representará, em um futuro não muito distante, um capítulo histórico importante, gênese de algumas transformações institucionais e estruturais cruciais, que, no momento, podem estar sendo gestadas.

O cenário atual, resultante de todo esse processo, é preocupante. Num contexto de graves turbulências econômicas, políticas e sociais, as conservadoras políticas econômicas fiscais, capitaneadas pela atual primeira-ministra alemã, Angela Merkel, e monetárias, patrocinadas pelo BCE, se mostram impopulares e ineficazes no combate efetivo à crise sistêmica. Concomitantemente, o ambiente sociopolítico reflete as contradições internas e as tensões geradas no campo econômico, uma vez que os movimentos populares de protesto são intensos, em resposta tanto à perda dos direitos sociais conquistados há tempos, como à queda da renda das famílias, decorrente das taxas de desemprego recordes, do corte de salários e do aumento de impostos.

Em outras palavras, é possível afirmar que o continente vive também uma crise do Estado Social. Exemplo disso foi a greve geral em favor da solidariedade econômica na Europa, ocorrida no final de 2012, organizada por partidos políticos e organizações sindicais e que reuniu trabalhadores de Portugal, Espanha, Itália, Grécia e manifestações de apoio na Bélgica e na França (Euronews, 2012). Em menor escala, é possível citar também a recente onda de protestos organizados contra a troika que se espalharam pelo continente (G1, 2013). Simultaneamente, os processos políticos, principalmente nas economias periféricas e endividadadas, têm de certa forma,

caminhado no sentido de contestação a essa ordem, refletindo esse descontentamento. As manifestações dessa insatisfação generalizada podem ser observadas na Grécia, através do fracasso dos líderes partidários em formar um governo de coalizão que negocie novos pacotes de ajuda econômica ao país, sobretudo por conta da resistência do partido da frente radical de esquerda (O Globo, 2012). Na França, a resposta das urnas veio com a expressiva vitória do candidato da oposição socialista, François Hollande, sobre o presidente Nicolas Sarkozy, defensor dos pacotes de disciplina orçamentária (BBC Brasil, 2012). Na Itália, por sua vez, os processos eleitorais impuseram uma derrota significativa ao partido do atual primeiro-ministro Mario Monti e engataram, inclusive, uma expressiva e surpreendente votação do bloco Movimento de Cinco Estrelas, liderado pelo humorista Beppe Grillo e contrário às políticas de austeridade (BBC Brasil, 2013).

Nesse contexto, a questão que norteia esse trabalho é a seguinte: o que fez com que a integração europeia encontrasse na crise econômica internacional que teve sua gênese em 2008/2009, uma ameaça e, talvez, um limite ao seu processo de convergência, à redução de assimetrias e ao crescimento econômico do bloco? A hipótese que esse estudo traz à questão é que a construção do arcabouço institucional feita na base do projeto da integração monetária não foi funcional às políticas anticíclicas não deflacionárias. Dito de outra forma, a arquitetura do Euro é falha, possui articulações defeituosas, montadas sobre um arranjo inadequado e, de certa forma, omissas, as quais estão na origem da crise soberana sistêmica enfrentada atualmente.

Desse modo, essa monografia, estruturada em quatro capítulos, tem por objetivo traçar um panorama geral da montagem institucional da União Monetária Europeia, evidenciando os aspectos apresentados na sua arquitetura. Parte-se dos determinantes históricos da integração regional e formação de um bloco europeu até chegar à crise econômica e financeira em curso na zona do euro, com especial atenção à situação da Grécia. Em suma, pretende-se apresentar uma crítica ao processo ortodoxo de integração monetária e às suas instituições, bem como ao papel que desempenha o BCE nessa estrutura hierárquica. O estudo de caso grego servirá para aprofundar a análise. Para além disso, a contribuição que o trabalho procura fornecer ao debate da constituição da moeda única e das suas implicações na conjuntura econômica atual da Europa está na síntese crítica de informações e disponibilização, em língua portuguesa, de um estudo atualizado.

# CAPÍTULO 1

## INTEGRAÇÃO EUROPEIA

### 1.1 Perspectiva Histórica da União Europeia

O primeiro capítulo desse estudo estará fundado numa remontagem histórica dos principais pontos do processo de integração, primeiramente no âmbito político, a partir do pós-guerra e, posteriormente, na consolidação do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992 com o Tratado de Maastricht, sempre tendo como cenário de fundo a criação e oficialização do Euro, entre 1999 e 2002. Serão elencados os processos, acordos, tratados, pactos, mecanismos e requisitos que consolidaram a construção de um bloco econômico regional e que, mais tarde, resultaram na criação da moeda única, num projeto de integração e desenvolvimento sem precedentes históricos, a União Monetária Europeia (UME).

Quando se trata de integração regional, conforme apontado, a iniciativa europeia não encontra antecedentes, tanto em termos de complexidade como em termos de profundidade. Historicamente marcado por intensas rivalidades locais, o continente europeu, a partir da segunda metade do século XX, impulsionado por circunstâncias históricas e político-econômicas extremamente específicas e por condições geográficas favoráveis, dá início ao mais ousado e notável projeto de integração regional jamais feito. No que diz respeito ao âmbito da integração econômica, porém, não existe consenso entre as correntes de pensamento acerca dos benefícios e potenciais reduções de assimetrias socioeconômicas dentro de um bloco econômico como esse. As teorias neoclássicas de crescimento e de comércio internacional são amplamente favoráveis ao processo de integração, associado à livre circulação de fatores, enquanto a teoria pós-keynesiana e a visão cepalina, por sua vez, se mostram muito mais céticas nesse aspecto. Apenas para expor algumas visões teóricas. Indiscutivelmente, trata-se de um modelo a ser estudado porquanto da sua excepcionalidade.

Sua gênese, assim como outras experiências semelhantes, se deu no conturbado ambiente do pós - Segunda Guerra Mundial, no qual a Europa Continental encontrava-se destruída pelo mais devastador e mortífero conflito armado da história. O contexto internacional era o da bipolarização e do conflito ideológico existente entre as superpotências então aliadas, EUA e

URSS, o qual se convencionou, posteriormente, chamar de Guerra Fria. Posto isso, dado o cenário incerto ao qual o mundo estava submetido e tendo como base o passado recente, foram feitos diversos esforços para evitar que as forças capitalistas produzissem outra crise como aquela, permeada por duas grandes guerras e uma profunda depressão. Em meio às tentativas de livrar o mundo, sobretudo o Ocidente, da influência ideológica comunista vinda da potência soviética, os norte-americanos assumem papel proeminente no financiamento da reconstrução europeia do pós-guerra, com destaque para o Plano Marshall<sup>1</sup>.

Uma vez livre das investidas de nazifascistas e soviéticos, passado o período de agudas rivalidades nacionais intrabloco que fragmentaram a Europa e conduziram às grandes guerras, o continente ainda se encontrava num contexto significativamente adverso, destruído, assolado economicamente e submetido a sanções de guerra e às pretensões norte-americanas. No bojo desse período, postos os interesses em comum, surgem das necessidades mútuas de cooperação e coordenação conjunta de políticas tendências à união política regional, as quais se articularam e se cristalizaram no projeto de integração econômica, no reerguimento de uma única e unida Europa.

Assim, por meio do Tratado de Paris (1951), com a criação da CECA (Comunidade Europeia do Carvão e do Aço), esse processo se consolida. No contexto do esforço de reconstrução de um continente devastado pelo conflito, a CECA surgiu como uma instituição soberana, encarregada de administrar recursos naturais de importância estratégica para as economias europeias: Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Luxemburgo e Itália.

Alguns anos depois, em 1957, o Tratado de Roma deu início à Comunidade Europeia de Energia Atômica (Euratom) e à Comunidade Econômica Europeia (CEE), primeiro grande projeto de aliança política. A Euratom era uma entidade que buscava difundir a cooperação no âmbito da energia nuclear. A CEE, por sua vez, era responsável por estimular e coordenar a abertura comercial das economias do bloco, fechadas há anos, através da redução de barreiras tarifárias e não tarifárias entre os países, bem como por meio da adoção de políticas comerciais comuns em relação a terceiros. Dessa forma, consolidava-se o chamado Mercado Comum Europeu. Progressivamente, entre fins da década de 50 e início da década de 60, a economia

---

<sup>1</sup> Plano de ajuda econômica da ordem de US\$ 13 bi da época direcionado a partir de 1947 aos países aliados europeus com vista à sua recuperação técnica, financeira e sua reconstrução. Foi um dos pilares da Doutrina Truman para contenção do comunismo no Ocidente.

européia conseguia se reestruturar e, cada vez mais, surgia como concorrente à altura da indústria norte-americana (OLIVEIRA ET AL, 2011).

Na década de 60, a hegemonia econômica norte-americana passava por uma fase de contestação, uma vez que o saldo comercial dos EUA em transações com os europeus e japoneses, outrora superavitário, começava a apresentar déficits recorrentes. O dólar, enquanto divisa padrão do Sistema Monetário Internacional (SMI) e plenamente conversível em ouro, perdia, aos poucos, sua credibilidade. Na Europa, em 1961, mediante o Tratado de Bruxelas, CECA, CEE e Euratom se fundiram, passando a contar com as mesmas instituições executivas, legislativas e judiciárias, dando origem à Comunidade Europeia (CE). Posteriormente, em 1973, Dinamarca, Grã-Bretanha e Irlanda ingressaram ao bloco. Após oito anos, em 1981, a Grécia se tornaria um novo membro.

Após um longo período de tímidos progressos, em 1985, o Programa para o Mercado Único lançava as bases para a livre circulação de mercadorias, serviços, pessoas e capitais entre os países membros, prevendo a eliminação de qualquer obstáculo remanescente num prazo de, no máximo, sete anos. Tratava-se do mais significativo e profundo avanço feito nesse sentido que qualquer bloco regional poderia experimentar, nos termos do pensamento econômico ortodoxo. No ano seguinte, através do Ato Único Europeu (Single European Act), foram feitas as modificações institucionais previstas para que o objetivo fosse alcançado, e Portugal e Espanha entraram para o grupo. Por fim, em 1992, o Tratado de Maastricht criou, oficialmente, a União Europeia (UE), a qual estaria encarregada de dar continuidade às funções da extinta CE e se aprofundar em assuntos internos e de justiça, bem como intensificar os avanços com relação a uma política externa e de segurança comuns (OLIVEIRA ET AL, 2011).

Em 1995, Áustria, Finlândia e Suécia se juntaram ao bloco. Posteriormente, em 2004, mais 10 países se tornariam membros (Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Estônia, Hungria, Lituânia, Letônia, Malta, Polônia e República Tcheca). Em 2007, por sua vez, Bulgária e Romênia passariam a compor o bloco e por fim, em 2013, a Croácia ingressa como mais novo membro da UE, a qual passou de seis membros em sua origem para vinte e oito na sua composição atual. Notavelmente, esse inchaço causou significativa heterogeneidade socioeconômica estrutural dentro do bloco. O célebre Tratado de Maastricht sofreria apenas algumas pequenas

modificações, em 1997 com o Tratado de Amsterdã, em 2004 com o Tratado de Nice, e em 2010, com o Tratado de Lisboa.

## **1.2 Integração Monetária**

No que diz respeito à integração monetária regional, desde o Tratado de Roma, em 1957, acenava-se com a potencial criação de uma moeda única europeia. Progressivamente, desde então, a política macroeconômica tornou-se tema de interesse comum e procura convergir nesse sentido. No contexto do fim da ordem de Bretton-Woods, muito antes mesmo da existência de um Sistema Monetário propriamente dito na Europa, as economias locais estavam mais vulneráveis às oscilações cambiais relativas, pois haviam reduzido as barreiras comerciais existentes entre si.

Desse modo, como um primeiro desenho de integração monetária na Europa, em 1970, é apresentado pelo primeiro-ministro de Luxemburgo, o Relatório Werner. Na sequência, incorporando muitos dos elementos propostos nesse desenho do primeiro-ministro, surgindo como um primeiro esboço de política cambial comum, os países membros da CEE decidem por limitar as variações de suas taxas de câmbio em 2,25% (para cima e para baixo), conformando uma banda, denominada “serpente” (OLIVEIRA ET AL, 2011).

Somente em 1979, foi criado o SME (Sistema Monetário Europeu). O sistema de bandas, enfraquecido, foi restaurado e uma unidade de referência, a Unidade Monetária Europeia ou European Currency Unit (ECU), foi acrescentada. O SME perdurou até 1992, quando o Tratado de Maastricht criou, oficialmente, um cronograma para a efetiva implantação da União Monetária entre os países da UE.

Esse cronograma se dividia em três etapas principais. Na primeira, seria assegurada liberdade de circulação de capitais na UE (obedecendo a princípio da TAMO – Teoria das Áreas Monetárias Ótimas - que será detalhado adiante) e se buscava o aprofundamento da coordenação das políticas macro entre os países membros, conforme já vinha sendo feito.

Na segunda etapa, por sua vez, seria criado o Instituto Monetário Europeu (IME), composto pelos presidentes dos bancos centrais nacionais dos países signatários. Seriam definidos, ainda, os Critérios de Convergência (ARESTIS & SAWYER, 2011) macroeconômica que deveriam ser atendidos por todos os membros da integração. Tais critérios, os quais,

fatalmente, já refletiam determinada restrição de liberdade de política monetária e homogeneização entre os países, seriam os seguintes:

- i)** critério de estabilidade de preços: a taxa de inflação não poderia ultrapassar em mais de 1,5% a média das três economias que tivessem a inflação mais baixa (segundo índice de preços ao consumidor – IPC);
- ii)** critério da estabilidade dos juros: as taxas de juros nominais médias de longo prazo não poderiam variar mais de 2% em relação à média das taxas das três economias com taxas mais baixas;
- iii)** critérios de viabilidade das contas públicas: o déficit público nacional deveria ser inferior a 3% do PIB e a dívida pública não poderia exceder 60% do PIB;
- iv)** critério da estabilidade do câmbio: as taxas de câmbio nominal da moeda nacional deveriam se manter dentro da margem de flutuação (15%) em torno da sua paridade central.

Por fim, na terceira e última etapa, as taxas de câmbio seriam fixadas em relação à Unidade Monetária, ao passo que o IME seria substituído por uma instituição soberana, supranacional e independente, que se tornaria responsável pela condução das políticas monetária e cambial de todos os países da zona do euro, o Banco Central Europeu. A política fiscal, a despeito de continuar a cargo dos Estados Nacionais, estaria submetida a regras rígidas, conforme definidas pelo chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento, de 1997. Tal acordo exigia o comprometimento de todos os países da zona do euro com a disciplina orçamentária, seguindo os preceitos já elencados na etapa anterior. Os países que, por algum motivo, desrespeitassem o acordo, estariam sujeitos a sanções (OLIVEIRA ET AL, 2011). Como é possível observar, a ideologia presente atualmente nos discursos dos líderes políticos europeus e nas formulações de políticas econômicas comuns continua a mesma dos acordos firmados à época da efetivação do projeto monetário. Isto é, cerceamento da liberdade de política econômica nacional e imposição de punições em favor da austeridade fiscal e da estabilidade dos preços. Essa observação vem ao encontro da hipótese do presente estudo, corroborando-a.

Todas as etapas foram concluídas, de modo que o euro foi formalmente criado em 1º de janeiro de 1999, sendo usado como unidade de conta. A nova moeda passou a ser utilizada nas transações diárias dos cidadãos europeus apenas três anos depois, em janeiro de 2002. A UE

atingiria, assim, um status inédito de União Monetária, alcançando um grau de integração regional jamais posto em prática, portanto inovador e sem parâmetros históricos. Por esse fato, cabe ressaltar aqui que não existia qualquer experiência anterior que pudesse ser observada, não havendo, dessa forma, nenhum modelo de integração monetária que pudesse, de certa forma, servir de referência, do qual lições pudessem ser extraídas pelos europeus. Em nome do desenvolvimento coletivo e da abordagem corrente de pensamento dominante, diversas economias abririam mão de sua autonomia monetária e cambial, além de, em certo sentido, de sua soberania fiscal, para compor um projeto de instituição comunitária monetária que nascia, pelo menos para alguns, promissor.

O euro surgia, assim, com a condição de uma das divisas mais fortes e conversíveis do SMI, com significativa importância no que se refere ao exercício de suas funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor no âmbito internacional e logo, consideravelmente bem posicionada na hierarquia das moedas. A expectativa a respeito do futuro, como não poderia deixar de ser, era otimista e favorável e cada vez mais países membros se aglutinavam ao bloco da UE e à União Monetária. Até mesmo as economias mais fracas, estruturalmente atrasadas, como a dos países subdesenvolvidos do Leste Europeu. Porém, é importante mencionar que nem todos os membros da UE foram aceitos logo de início e precisaram de um tempo para atingir os critérios de adesão, outros simplesmente não aderiram formalmente à moeda única, já que não demonstraram interesse em compor tal acordo, como é o caso do Reino Unido, Suécia, Bulgária e Dinamarca, que têm suas moedas indexadas ao euro.

Assim sendo, o que foi apresentado nesse capítulo, de maneira muito sucinta, foi uma reconstituição histórica da criação tanto da EU como do Euro, passando pelos Critérios de Convergência, consolidação da União Monetária, implementação do Pacto de Estabilidade e Crescimento, além da formação do Banco Central Europeu, de caráter continental, por definição. A seguir, serão estudados os fundamentos teóricos da integração econômica e monetária.

## CAPÍTULO 2

### O DEBATE TEÓRICO DA INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E O EURO

#### 2.1 Formação de um Bloco Regional

Esse segundo capítulo tratará da Teoria da Integração Monetária e servirá, portanto, de sustentação teórica da monografia. Estará alicerçado no debate econômico a respeito da moeda, apresentando e definindo as distintas concepções estudadas, contendo como cenário de fundo, a ser criticado, a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO) e com especial ênfase na crítica à abordagem mainstream da neutralidade da moeda. A discussão retratará seus autores mais representativos e seus pressupostos, analisando a forma como foram incorporados ao debate econômico e contextualizando para a temática estudada. Dessa forma, através de pontes teóricas que permeiarão o capítulo, será possível traçar uma relação entre as distorções geradas no cenário macroeconômico europeu, especialmente nas dificuldades da Integração Monetária Europeia, e esta visão de mundo. Em última instância, o objetivo desse capítulo será de compreender os fundamentos teóricos e conceituais da integração monetária.

Primeiramente, a formação de um bloco regional pode ser classificada em graus de profundidade, que podem ser etapas de um processo contínuo de intensificação da integração econômica. Dessa forma, temos como o estágio básico, as Áreas de Tarifas Preferenciais, que são nada mais que o estabelecimento de reduções tarifárias no comércio entre os países do bloco. A seguir, encontramos a Área de Livre Comércio, na qual as tarifas são totalmente suprimidas dentro do bloco, tal qual o NAFTA. Posteriormente, União Aduaneira, com a prática de tarifação comum entre os membros do bloco com relação a países terceiros não participantes, assim como o MERCOSUL. Aprofundando o processo, temos o Mercado Comum, com livre circulação de mercadorias, serviços, trabalhadores e meios de produção, tendo como exemplo maior a própria União Europeia. Finalmente, encontramos a União Monetária, na qual os residentes do bloco podem realizar quaisquer transações entre si, sem restrições, uma vez que a última grande barreira para o livre-comércio (os custos de transação) fora derrubada através da implantação da moeda única. Trata-se do Euro (AMADO & MOLLO, 2004).

A condição de União Monetária de um bloco reflete, portanto, indubitavelmente, um dos estágios mais avançados de qualquer proposta integracionista rumo à consolidação de uma união político-econômica plena. Tal proposta implica, evidentemente, a adoção de uma moeda única e a existência de um Banco Central unificado para todos os países-membros, ofertante monopolista dessa moeda. Nessa conjuntura, os mercados encontram-se plenamente liberalizados, estando as economias totalmente abertas e a mobilidade de fatores, irrestrita. Dessa forma, não há qualquer impedimento para a realização de trocas por parte dos agentes econômicos.

## **2.2 A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO)**

O debate teórico sobre a integração monetária, por sua vez, apresenta como base de sua construção a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO), sob o ponto de vista ortodoxo. A TAMO foi desenvolvida a partir de literaturas pioneiras de economistas convencionais americanos da década de 60 (Mundell, McKinnon e Kennen) e se encontra alicerçada, implicitamente, sobre dois fundamentos teóricos essenciais, que são a liberalização dos mercados como forma de maximização do bem-estar dos agentes e a teoria de neutralidade da moeda, segundo a qual essa não exerceria influência sobre os agregados reais da economia, emprego e renda, nem no curto e nem no longo prazo (AMADO & MOLLO, 2004). Dessa forma, políticas monetárias de cunho expansionista não encontrariam base de sustentação, implicando no fato de que essas deveriam se restringir à estabilidade dos preços.

Mas o que configuraria, na prática, uma Área Monetária Ótima (AMO) ou Optimum Currency Area? E porque os países abririam mão de sua autonomia na condução de políticas macroeconômicas cambiais e monetárias? Mundell, em um dos argumentos originários de defesa da teoria, diria que a mobilidade geográfica dos fatores dentro da área de integração monetária substituiria a alternativa de flutuação cambial no ajuste do balanço de pagamentos. Em outras palavras, as alterações cambiais com vistas a corrigir potenciais desequilíbrios na balança comercial das economias seriam dispensáveis, uma vez que o livre-movimento de fatores faria o trabalho por si só. Outra linha de raciocínio, defendida por McKinnon, sustenta que numa situação de grande proporção de bens comercializáveis (tradeables) na cesta de consumo dos agentes, uma depreciação cambial após um déficit no balanço de pagamentos não seria o suficiente para equilibrá-lo, nem para reduzir a pressão dos bens comercializáveis, por conta do

aumento de salários e de preços de bens não comercializáveis. Haveria assim uma pressão inflacionária indesejável. Logo, a adoção da moeda única, com um câmbio fixo, com os membros submetidos a um controle comum se justificaria. (AMADO & MOLLO, 2004).

De uma forma ou de outra, o que se argumenta é que a livre-circulação dos fatores de produção, sobretudo mão de obra, funcionaria como um instrumento substituto das variações cambiais na correção tanto da inflação, como do emprego e dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, causados por choques assimétricos (ARESTIS & SAWYER, 2011).

Sendo assim, altos graus de abertura e mobilidade são condições sine qua non, pois economias suficientemente abertas são capazes de ter suas políticas manejadas, dentro de certas restrições, sem a necessidade de alteração da taxa de câmbio, dada a elevada propensão para importar e exportar dessas nações. Ademais, o peso dessas economias no comércio internacional, o grau de integração comercial dentro do bloco e de diversificação da produção dentro da área econômica, a simetria dos ciclos econômicos internos e a capacidade de equilíbrio econômico perante choques externos são condições preponderantes para a conformação de uma AMO (FERRARI FILHO & PAULA, 2002).

Portanto, uma AMO é um conjunto ótimo, ideal de países para a adoção de uma moeda única, uma vez que reúnem características econômicas que a sustentam. Isso não quer dizer que existe uma ordem lógica sequencial. Alguns autores argumentam que a existência de um panorama econômico ideal deve preceder o estabelecimento de um projeto de integração monetária em uma determinada região, enquanto outros dizem que a unificação monetária produzirá alterações na estrutura das economias participantes de forma que essas convirjam aos critérios adequados: “... para os ortodoxos as uniões monetárias ou se darão em áreas com infraestrutura similar ou estas são tornadas similares pela mobilidade dos fatores de produção...” (AMADO & MOLLO, 2004).

Pontuando essa discussão na temática abordada, talvez o bloco europeu fosse, de fato, aquele que melhor se enquadrava aos preceitos da teoria e o que mais se aproximava de uma AMO, à medida que potencialmente atendesse aos pré-requisitos supracitados. Contudo, a experiência, com o passar dos anos, mostrou que desequilíbrios constantes nos balanços de pagamentos não são corrigidos apenas por ação livre e espontânea do mercado. Partindo dessa observação empírica, conclui-se, assim como defendem ARESTIS et al (2003), que a Zona do Euro ainda não configurou um conjunto ótimo de economias para o estabelecimento de uma

integração monetária nos ditames da perspectiva econômica ortodoxa ou a teoria é totalmente equivocada. Talvez ambos. ARESTIS & SAWYER (2011) têm uma crítica formulada a respeito desse ponto que será exposta a seguir.

### **2.3 A Ortodoxia Dominante**

Quando se trata do debate de integração econômica entre nações, o arcabouço teórico dominante é mainstream. Assim sendo, estrutura seu argumento em favor das integrações em duas grandes bases, sendo a primeira delas a hipótese do mercado como o mais eficiente sistema de regulação econômica existente. Os autores dessa vertente acreditam que, dentro de um bloco econômico completamente liberalizado e aberto, livre das amarras de instituições regulatórias e do Estado, o mercado atua como mecanismo de ajuste que, agindo de forma livre, tende a equilibrar as desproporções existentes entre economias periféricas e centrais. Isso ocorre através do fluxo de fatores, sobretudo capitais, os quais buscam maior rentabilidade e por conta disso, teoricamente, migram dos países mais desenvolvidos para os menos, à procura de melhores oportunidades de investimento e obtenção de lucro. Isso tão somente por conta do fato de que os capitais buscam valorização, dada sua necessidade de reprodução dentro do capitalismo.

Ademais, o segundo grande pilar desses autores da vertente ortodoxa em defesa dos projetos de integração se funda na hipótese de que a moeda só tem efeitos permanentes no nível de preços. O excesso de agregados monetários em circulação potencialmente causaria inflação, ao passo que a escassez, causaria deflação. Sua influência sobre a economia real é desprezível. Políticas monetárias expansionistas servem, portanto, para alimentar processos inflacionários e desestabilizar a economia de mercado. Sendo assim, para a perfeita eficiência alocativa dos agentes econômicos ditos racionais, é preciso que o nível geral de preços se mantenha estável, pois o mercado é guiado por preços relativos. E é por essa razão, se não outra, que a teoria se preocupa tanto com a inflação (AMADO & MOLLO, 2004). Liberalização de mercados e estabilidade do nível geral de preços são, assim, as raízes da argumentação ortodoxa em favor das uniões monetárias.

Com relação à ortodoxia moderna (novos clássicos e novos keynesianos), a união monetária seria uma forma apropriada de conter os “vieses populistas” e os impulsos de governos nacionais que, sob pressões populares, possam ceder a políticas inflacionárias como aquelas

monetárias discricionárias que buscam o crescimento econômico ou aquelas que buscam cobrir déficits orçamentários. Essa integração monetária pregada por esses autores é dotada de prerrogativas para estabelecer práticas que prezem pelo controle monetário e de gastos, pela estabilidade dos preços, por regras comuns de emissão de moeda e, sobretudo, por um banco central único e independente, uma instituição digna de reputação suficiente à qual será delegada a promoção de política monetária (que deverá ser baseada no regime de metas) e que tenha credibilidade ao ponto de sua sinalização ser seguida. Sendo assim, portanto, um arranjo institucional imposto pelo arcabouço teórico das expectativas racionais, detalhadas a seguir. Em outras palavras, um aparato teórico de neutralidade da moeda que se configura numa forma de impor uma disciplina orçamentária como combate ao aumento de preços.

Cabe aqui apresentar um breve panorama desse aparato no qual se sustentam tais prerrogativas políticas. A Hipótese das Expectativas Racionais (HER) da formação futura dos preços correntes, a qual é permeada por assunções teóricas fortes, serve como base de sustentação e argumentação para a ortodoxia moderna impor seu receituário conservador. De acordo com essa construção teórica, os agentes econômicos são maximizadores e capazes de levar em consideração a totalidade das informações disponíveis, olhando não apenas para o passado, como também para o futuro. As políticas estatais expansionistas sistemáticas são previsíveis e, portanto, anuladas pelos indivíduos, capazes de prever seus efeitos e se antecipar às ações do Estado, não sendo iludidos pelo aumento temporário de salários reais, fazendo com que o nível de preços suba, mas o emprego permaneça no mesmo patamar. Sendo assim, as intervenções governamentais são positivas e, portanto desejáveis, somente quando são inesperadas e, nesse caso, configuram um choque externo à economia, fazendo com que os agentes sejam pegos desprevenidos e cometam erros aleatórios. (SCREPANTI & ZAMAGNI, 1997).

Em suma, a abordagem clássica da moeda como elemento neutro abstrai sua função reserva de valor que se conserva no tempo, admitindo que se trata apenas de um ativo com fim transacional. Essa concepção herdada pelos monetaristas é retomada posteriormente ao enfraquecimento da teoria keynesiana pelos novos clássicos e novos keynesianos, fazendo com que essa ideia mostre sua força e extensão teórica até os dias atuais. Fato esse que não exclui uma certa “descolagem” da realidade de seus postulados, conforme foi apontado anteriormente, segundo os quais, os agentes supostamente teriam acesso a todo e qualquer tipo de informação e não apenas poderiam, como de fato, contemplariam em seus cálculos toda a vasta gama de

conhecimentos existente. O grande efeito nocivo desse desenho teórico é que muitas das predisposições construídas por esses economistas ortodoxos contemporâneos estão na base da argumentação favorável às integrações monetárias, inclusive com relação ao Euro.

## **2.4 A Crítica Heterodoxa**

### **Participação do Estado**

A posição dos autores heterodoxos no que diz respeito à pertinência, ou não, de uma integração econômica que alcance o estágio de uma integração monetária abrange outras concepções teóricas. Para esses autores, os argumentos “clássicos” que sustentam as AMO e seus desdobramentos mais recentes não seriam relevantes para a discussão da união monetária. É importante frisar que integrações do tipo monetário tendem a possuir um grau de complexidade e profundidade bastante elevado, suprimindo assim o raio de manobra política de cada Estado nacional participante, e demandando a coordenação de uma política uniforme para todo o bloco, o que se torna tanto mais ineficaz quanto maior for a desigualdade existente entre as economias participantes.

Uma das grandes diferenças desses autores com relação aos ortodoxos no que diz respeito à teoria de integração é que a heterodoxia não crê no mercado e seus movimentos naturais como ferramenta de equilíbrio do sistema. Antes, sua argumentação se baseia fundamentalmente na ação do Estado como interventor econômico e encarregado dos ajustes macroeconômicos necessários. A integração, sob esse ponto de vista, zela pela complementaridade entre as partes, bem como pela preservação das particularidades pré-existentes dentro de cada uma das nações envolvidas, sob a tutela de um aparato institucional superior e uma entidade soberana regulamentadora. Além disso, busca também promover a convergência econômica, porém, diferentemente da ortodoxia, os heterodoxos entendem que isso não ocorre de forma automática por meio da ação do mercado, ao contrário, essa desregulamentação pode caminhar no sentido contrário e aprofundar as assimetrias existentes entre as economias. Exemplos práticos desse tipo de configuração heterodoxa, segundo AMADO & MOLLO (2004), são as propostas do socialismo internacional e da moeda única bancor de John Maynard Keynes (chamada “utopia

monetária de Keynes”, a qual permitia depreciações), as quais procuravam abranger em diferentes medidas as especificidades encontradas nas partes.

Logo, em última instância, o cerne da questão, de acordo com as autoras, é que a teoria integracionista heterodoxa, diferentemente da sua antítese ortodoxa, submete o vínculo da administração e da implantação de políticas econômicas diversas, sobretudo as monetárias, aos objetivos político-econômicos domésticos dos países integrantes do bloco, sempre em consonância às suas singularidades. Elimina-se, assim, a possibilidade de cometer reducionismos grosseiros derivados da aplicação de modelos abstratos que nivelam os diferentes e resultam em crises como essa. Em outras palavras, contém-se os efeitos danosos para a economia do chamado “*One size fits all*”. ARESTIS & SAWYER (2011) explicam:

*“Está na natureza da política monetária que ela pode sofrer do problema ‘one size fits all’ – a política monetária deve ser uniforme por toda a extensão de uma união monetária, ainda que as questões e os problemas, os quais estão sendo tratados por ela variam ao longo do bloco, por exemplo por região ou, como no caso da União Monetária Europeia, por país e por região” (ARESTIS & SAWYER, 2011, P. 27)<sup>2</sup>*

A crítica à ortodoxia numa visão de “economia política”, por sua vez, se sustenta no fato de que tanto mais aprofundado o processo de integração, maior a concorrência de mercado dentro do bloco e mais limitado é o papel do Estado e isso será tanto mais prejudicial quanto maior for a diferença entre as economias mais centrais e as periféricas do bloco. À medida que coloca em pé de igualdade e num contexto liberalizante estruturas produtivas totalmente discrepantes, o avanço da globalização contribui para agravar a desigualdade e o atraso das economias regionais menos desenvolvidas por conta dos déficits recorrentes que essas terão com relação às mais desenvolvidas. Em outras palavras, a concorrência é vista como uma forma de perpetuar as diferenças através da concentração de capital. Sob essa perspectiva, é improvável que a livre mobilidade de fatores, se ocorresse, e o deslocamento de capitais ajustem as disparidades e sanem o problema.

Além disso, essa visão de “economia política” chama a atenção para o componente social

---

<sup>2</sup> “*It is in the nature of monetary policy that it can suffer from the ‘one size fits all’ problem—monetary policy has to be uniform across a currency union, yet the economic issues and problems, which are being addressed by monetary policy, vary across the currency union, for example by region or in the EMU by country and by region*” (ARESTIS & SAWYER, 2011).

como forma de rechaçar os ortodoxos e suas teorias de integração, uma vez que a concorrência estabelecida pelo processo de integração tende a dificultar a manutenção de conquistas e avanços sociais historicamente obtidos. A integração econômica, tal como estabelecida pela teoria convencional, tende a limitar o poder de pressão dos trabalhadores, das classes populares e dos sindicatos, sua única ferramenta na busca por salários menos desproporcionais. O poder de barganha na luta por melhores condições de trabalho e formalização do emprego tende a se tornar ainda mais reduzido. A homogeneização do espaço econômico traz perdas no que diz respeito às esferas política, social e cultural, criando, assim, uma ameaça a compromissos previamente estabelecidos para a população (AMADO & MOLLO, 2004).

Em suma, esses autores salientam que dentro de um processo de unidade econômica mais aprofundado, como a monetária, que implica liberalização de fatores e concorrência acirrada, as estruturas produtivas regionais naturalmente desiguais e os compromissos decorrentes de processos históricos-políticos distintos construídos com o tempo e em diferentes etapas de desenvolvimento, tenderão a se perder, sendo nivelados por baixo por todo o bloco, como é o caso das legislações trabalhistas em decorrência da livre mobilidade da força de trabalho. Sendo assim, maiores os custos sociais e mais penosos os ajustes para as economias mais fracas. AMADO & MOLLO (2004) salientam:

*“Neste caso é preciso não apenas cautela para aprofundar a integração se diferenças estruturais forem grandes, mas é preciso também garantir flexibilidade aos acordos e uma estrutura institucional de coordenação e administração do bloco que preserve e desenvolva canais democráticos de pressão social.”* (AMADO & MOLLO, 2004, P.135)

### **Moeda Não Neutra**

Mas, o ceticismo dos autores críticos acerca do processo de integração monetária não se resume ao papel do Estado nesse processo. Antes, essa descrença se dá, também, por conta da divergência analítica que existe com relação ao outro pilar de sustentação da teoria integracionista ortodoxa: a concepção de neutralidade da moeda. Segundo a heterodoxia, a moeda é endógena, o que significa dizer que sua oferta responde à dinâmica do sistema econômico,

sendo influenciada pela política monetária, mas não controlada. Políticas monetárias afetam, sim, por extensão, os agregados econômicos reais.

De acordo com a concepção heterodoxa, visão de “economia política”, a moeda reflete distintas estruturas econômicas produtivas políticas, que por sua vez, se manifestam no Sistema Monetário Internacional (SMI) na hierarquia de moedas nacionais, num cenário de frequentes flutuações cambiais com dificuldades de conversibilidade. Essa desigualdade nas dinâmicas monetárias hierarquizadas demonstra que a moeda encerra, em si, um determinado conteúdo político específico a seu Estado nacional e cria um grande entrave para a união monetária. Em um processo de integração aprofundado como a monetária, envolvendo economias com legislações do trabalho divergentes e estruturas produtivas desniveladas, conforme exposto anteriormente, é inevitável que a imposição de restrições à emissão de moeda e de condições uniformes de produção em todo o bloco se torne, nesse ambiente de concorrência ampliada, um doloroso ajuste, uma correção forçada com custo social elevado, sendo que isso ocorre justamente porque a moeda é não neutra e seus efeitos possuem continuidade da economia real (AMADO & MOLLO, 2004).

O ceticismo heterodoxo com relação à moeda neutra continua na escola pós-keynesiana. Também segundo essa linha, um processo de aglutinação econômica e monetária que envolva nações em diferentes graus de desenvolvimento econômico será dificultoso. Isso porque naquelas economias menos desenvolvidas, com mercados incipientes e trajetória de crescimento exógena, dependentes da exportação e completamente vulneráveis a choques externos, a preferência pela liquidez, ainda que dependa do comportamento da economia, tende a ser maior como forma de blindagem, como um instrumento de precaução por conta da instabilidade e da incerteza radical. E, nesse sentido, será maior a demanda por moeda.

Bancos tenderão, assim, a reter mais ativos líquidos, causando impacto negativo nos multiplicadores bancários e de renda. Além disso, haverá maior propensão a importar e isso representa um vazamento de renda. Isso se configura numa inibição ao investimento e numa restrição ao crescimento econômico, ampliando as diferenças originariamente existentes entre os países.

Esses são os efeitos da dinâmica monetária num processo de integração regional que apresenta desigualdades. Tal processo é particularmente agravado pela concentração bancária, uma vez que bancos das regiões centrais tendem a ter maior facilidade de captação de liquidez e a

criar maiores obstáculos à concessão de crédito às regiões atrasadas, as quais necessitam dos empréstimos para rolar suas dívidas, fazendo com que o sistema financeiro seja responsável por aprofundar as disparidades regionais. Em outras palavras, ocorreria justamente o oposto do que é pregado pelos autores ortodoxos: haveria concentração de capital.

Nesse contexto, é necessária a atuação do Estado, através de políticas monetárias diferenciadas para a periferia e políticas como a criação de bancos estatais, para atuarem nas áreas mais atrasadas, segundo as autoras. Em outras palavras, seria como proteger o próprio sistema capitalista da ferocidade e da capacidade destrutiva do capital. Contudo, por conta de dificuldades políticas, esse tipo de mecanismo encontra grandes resistências em integrações monetárias muito extensas, tal qual o projeto abordado aqui.

O mais importante, observe-se, pois, é que mesmo quando há defesa de integrações profundas, do tipo união monetária, por parte da heterodoxia, principalmente do ponto de vista keynesiano, elas são estruturadas num projeto de articulação de políticas, com a presença das tais políticas distributivas, e requerem a tomada de decisões soberanas por parte do Estado, justamente para impedir que os ajustes via preços possam criar problemas ao desenvolvimento. Esse projeto deve ser dotado de flexibilidade, de maneira a criar margens de manobra para os Estados nacionais conduzirem suas políticas. Além disso, pontos positivos importantes são elucidados como a ampliação de mercados e a obtenção de economias de escala e de escopo. Logo, é factível, partindo dessa perspectiva, a construção de um projeto de integração exemplar como o europeu, desde que sejam preservados os mecanismos de coordenação entre as partes.

## CAPÍTULO 3

### OS DEFEITOS DA ARQUITETURA DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

#### 3.1 A Crise e os Limites do Euro

O terceiro capítulo do trabalho tratará da forma como a crise econômica internacional atingiu as economias europeias, foi absorvida, se disseminou e se transformou na crise da dívida da zona do Euro. Para tanto, haverá especial ênfase na montagem do aparato institucional da economia da moeda única, procurando expor e esmiuçar as imperfeições existentes na construção do projeto de integração e que persistiram depois. Por essa razão, serão feitas “pontes”, com o que foi exposto no primeiro capítulo, especialmente no que tange aos Critérios de Convergência e ao Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Passados alguns anos (de relativo sucesso econômico, vale dizer) da implementação do Euro, no contexto de uma crise internacional de magnitude ampliada, que se espalha pelo mundo desde 2008/2009, a estabilidade da moeda foi posta em xeque, sobretudo pela dimensão e proporção com que a crise foi absorvida e se desdobrou em economias como Grécia, Itália, Portugal, Espanha e Irlanda, até os dias presentes. A zona do Euro foi atingida por uma forte crise fiscal, monetária e, em vários casos, associada a uma crise bancária, que colocou em dúvida o futuro do bloco e a sua já contestada capacidade de promover o desenvolvimento harmonioso conjunto, no sentido de reduzir as desigualdades gritantes entre as maiores economias do bloco e as mais modestas. Em outras palavras, a crise da dívida ameaçou a convergência interna e a estabilidade macroeconômica da moeda. Mas, como teria sido a absorção dessa crise?

Segundo FREITAS (2011), a fase nascente da crise na Europa, responsável pelos desdobramentos e instabilidades subsequentes, teve início com as marcantes dificuldades enfrentadas, sobretudo pelos gregos, para financiar sua enorme dívida junto a bancos, fundos e investidores estrangeiros, os quais são fundamentalmente instituições financeiras sediadas nas economias centrais do bloco. Fundamentalmente sustentada na enorme desconfiança de grandes investidores, a crise da rolagem da dívida, através do chamado efeito-dominó ou efeito-contágio, tomou conta da zona do euro e levantou suspeitas a respeito da capacidade das economias mais

afetadas do bloco, particularmente Portugal, Espanha e Irlanda, além da própria Grécia, em honrar seus compromissos.

A consequência mais direta desse processo foi a dificuldade de captação de recursos e obtenção de funding por parte de diversas instituições privadas, particularmente os grandes bancos europeus, principais credores da monumental dívida e que tinham a qualidade de seus balanços contestada. Além disso, outro resultado direto foi a impossibilidade de financiamento e rolagem de dívidas soberanas por parte dos governos nacionais, sobretudo após a onda de rebaixamentos das notas de várias economias pelas principais agências de rating<sup>3</sup> do mundo (FREITAS, 2011).

Cabe destacar também que, na origem da crise da área do euro, está implícita a crença, por parte de instituições financeiras, de que os países economicamente mais sólidos resgatariam os mais frágeis em casos de instabilidades, ainda que houvesse uma cláusula explícita de “não resgate entre países membros” incluída no Tratado de Maastricht. Em outras palavras, não haveria qualquer mecanismo de compensação por meio de transferências internas, o que será pormenorizado na sequência.

Dessa maneira, posta a forma como a crise penetrou na Economia da Moeda Única, é possível afirmar que a construção institucional feita na origem da integração monetária não foi funcional às políticas de combate à crise sistêmica? Antes de tudo, faz-se importante salientar que tais fundamentos encontram alicerce, do ponto de vista da abordagem mainstream, na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO), detalhada no capítulo anterior.

### **3.2 Um Arranjo Institucional Ortodoxo**

A base da argumentação favorável à União Monetária Europeia (UME) está na defesa da total liberalização dos mercados, com altos graus de abertura econômica e mobilidade de fatores, em associação à concepção de neutralidade da moeda, para que promova, assim, a maximização do bem estar dos indivíduos, que é o fim em si da teoria neoclássica. Já os autores heterodoxos se mostram bastante descrentes a respeito dos benefícios potenciais de uma integração monetária

---

<sup>3</sup> Agências de classificação de risco de crédito que atribuem notas e qualificações de ativos financeiros de empresas e de países de acordo com o risco de que esses não paguem suas dívidas dentro do prazo delimitado. Suas principais representantes são a Moody's, a Fitch e a Standard & Poor's (S&P).

regional.

O Euro é, sem dúvidas, o projeto em curso que mais se aproxima de uma Área Monetária Ótima. Contudo, representa, de fato, a junção de economias essencialmente heterogêneas, que abrirão mão de políticas macro em favor de um projeto consideravelmente arriscado. Fundamentalmente, políticas econômicas com finalidade de atender a interesses nacionais, a cidadãos locais e ao crescimento econômico doméstico passaram a responder a parâmetros outros, externos. Com o passar dos anos, essa construção se tornou ainda mais desafiadora. Nesse sentido, DEOS ET AL (2009) salientam:

*“Ademais, quanto maior a profundidade da integração, menor é o poder dos Estados nacionais para realizar políticas específicas, especialmente a monetária, o que é tanto mais delicado quanto maiores forem as diferenças entre os países”* (DEOS ET AL, 2009, P.68)

Na prática, conforme dito anteriormente, o caso que, teoricamente, mais se aproxima de uma Área Monetária Ótima (AMO) seria o da UME, em função de fatores diversos como o significativo grau de participação no comércio internacional das economias europeias e o alto nível de comercialização intrarregional entre tais países, mas sobretudo por conta de já ter havido o avanço em direção à Economia de Moeda Única. E, de fato, o estabelecimento do Euro foi a consolidação de um ideal de integração. Porém, segundo ARESTIS ET AL (2003), a zona do euro não se constituiu de fato numa AMO. Os autores tratam das fundamentações teóricas da União Monetária como um “novo monetarismo”.

De fato, a TAMO assume implicitamente que, quando do estabelecimento de uma Integração Monetária, as condições econômicas iniciais naquela área são satisfatórias, ou seja, encontra-se um equilíbrio inicial. Entretanto, como observam ARESTIS & SAWYER (2011), havia desequilíbrios iniciais na formação da UME, tais quais os discrepantes déficits e superávits prévios em conta corrente dos países e as diferenças gritantes nas taxas de desemprego, conforme pode ser observado pela Tabela 1. Tais condições não podem ser ditas satisfatórias. A arquitetura do projeto de integração não forneceu mecanismos de ajuste suficientemente necessários desses desequilíbrios.

**Tabela 1 - Estatísticas Econômicas - 12 Membros Originais do Euro (1998 a 2001)**

	Posição em Conta		Taxa de Inflação		Taxa de Desemprego		Hiato do Produto	
	Corrente como Percentual do PIB							
	1998	2001	1998	2001	1998	2001	1998	2001
<b>Alemanha</b>	-2,2	-2,8	0,6	1,9	8,9	7,5	-0,4	1,0
<b>Áustria</b>	-2,5	-0,2	0,8	2,3	4,3	3,7	0,6	0,4
<b>Bélgica</b>	-1,0	0,4	0,9	2,4	9,3	6,6	-0,9	-0,3
<b>Espanha</b>	-3,2	-0,7	1,8	2,8	14,6	11,0	-1,0	1,7
<b>Finlândia</b>	1,6	5,0	1,3	2,7	11,4	9,1	0,0	0,1
<b>França</b>	-2,6	-1,6	0,7	1,8	10,3	7,8	0,1	1,0
<b>Grécia</b>	-3,8	-4,4	4,5	3,7	11,2	10,8	-1,5	-1,6
<b>Holanda</b>	-0,9	-0,3	1,8	5,1	3,9	2,2	1,4	2,1
<b>Irlanda</b>	2,3	0,9	2,1	4,0	7,6	3,9	1,6	2,9
<b>Itália</b>	-3,1	-3,1	2,0	2,3	11,5	9,2	-2,7	0,8
<b>Luxemburgo</b>	3,4	6,1	1,0	2,4	3,1	2,5	1,4	1,5
<b>Portugal</b>	-3,4	-4,3	2,2	4,4	4,4	5,0	-0,1	2,6

Fonte: Elaboração própria a partir de Arestis & Sawyer (2011)

Portanto, é possível inferir que a magnitude e a forma como a crise soberana está se desdobrando por toda a Europa têm suas origens atreladas não somente ao efeito disseminador global, postas suas proporções, mas também ao arranjo institucional da integração monetária, calcado na teoria ortodoxa. Este, conforme dito, construído em 1992 pelo Tratado de Maastricht, num contexto de finanças globalizadas, apresentava falhas estruturais, as quais jamais foram inteiramente reparadas e, de acordo com FREITAS (2011), a crise soberana grega foi somente a primeira observação mais séria. De fato, na origem da criação do Euro já estava presente a orientação que o Velho Continente seguiria no decorrer dos anos seguintes, qual seja, de estabilidade dos preços, por meio do combate à inflação por regime de metas, e de austeridade fiscal, através dos cortes de gastos e do aumento de impostos. Dessa forma, uma crise financeira significativa, ante a demora das autoridades europeias em tomar medidas efetivas para o seu combate, se torna ainda mais grave. A questão chave que se apresenta a essa altura desse capítulo é saber quais são, especificamente, os defeitos institucionais presentes na formulação da arquitetura da UME que foram escancarados pelos ajustes propiciados pela crise.

### 3.3 As Lacunas do Projeto

Primeiramente, pode ser dito que antes da crise, houve, de fato, um afrouxamento das regras do Tratado de Maastricht, o que permitiu que algumas delas fossem descumpridas logo na terceira fase de implantação do euro (entre 1999 e 2002) e nos primeiros anos de vigência da moeda. Muitas das economias signatárias, até mesmo as centrais, descumpriram pontos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, sem sofrer qualquer sanção por isso. A própria Itália, que hoje apresenta dificuldades crônicas, esteve em desacordo com tais critérios, se quer atingindo alguns requisitos para a adesão da moeda única, porém sem sofrer punições, uma vez que se trata da 3ª maior economia do bloco e um dos membros fundadores da Comunidade Econômica Europeia (CEE). Porém, esses aspectos podem ser relegados à segundo plano se comparados às demais omissões apresentadas por esses acordos políticos, que serão vistas logo mais.

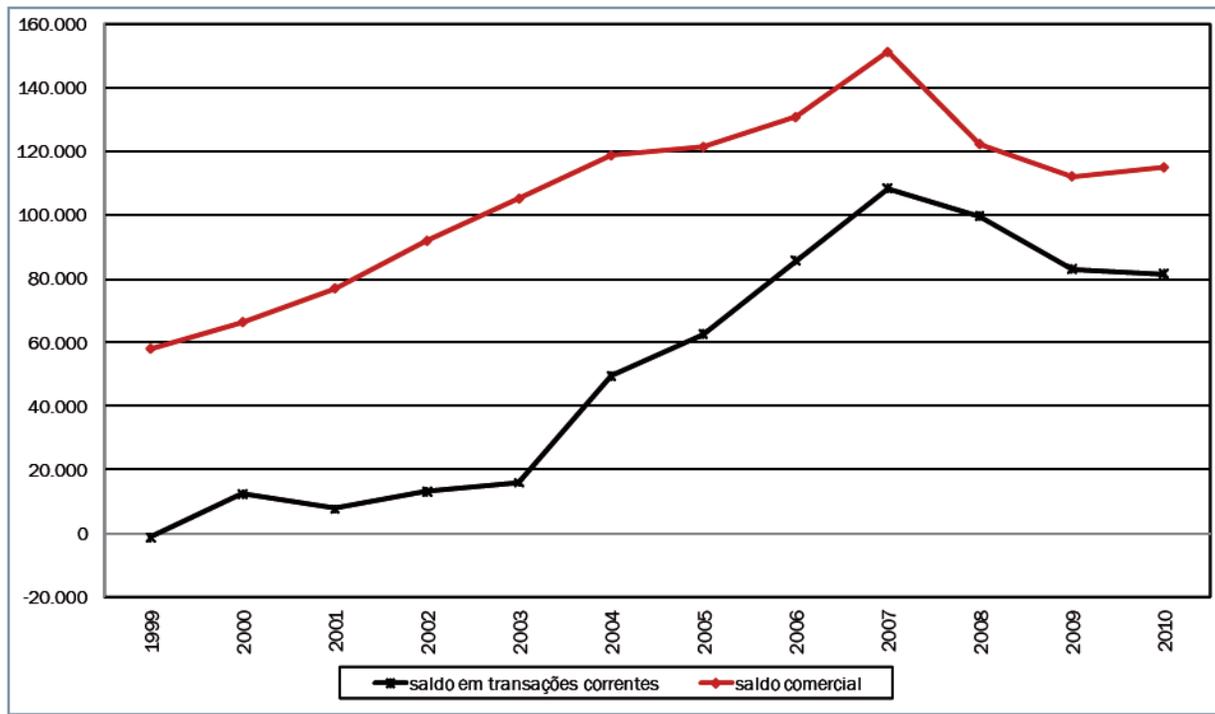
As lacunas deixadas pelo projeto são, em sua essência, muito mais graves. De acordo com FREITAS (2011), a União Monetária não foi complementada por uma união fiscal e nem pela formulação de políticas econômicas comuns, que garantissem não somente a coordenação no que diz respeito ao alcance de objetivos macroeconômicos, mas também e principalmente, transferências fiscais em casos de necessidade dos países, tais como o endividamento profundo em que se encontram. ARESTIS & SAWYER (2011) propõem que essas transferências seriam a garantia das economias mais atingidas pela recessão de enfrentar a crise e os recorrentes déficits, tomando emprestado a uma taxa de juros mais baixa. Essa alternativa seria particularmente viável, pois, posta a prerrogativa do Banco Central Europeu (BCE) de emitir moeda para lidar com qualquer dívida, não haveria risco de default. A moeda emitida seria a mesma na qual a dívida seria paga. Essa abordagem crítica expõe a ausência de uma ferramenta de integração fiscal no design da UME e, ao mesmo tempo, reflete, por trás disso tudo, a perspectiva econômica pré-keynesiana dos policy-makers europeus, segundo a qual, os déficits orçamentários são, reger geral, desnecessários para a manutenção do nível de atividade econômica, sendo essa garantida somente por meio da demanda agregada privada e não havendo, portanto, necessidade de um mecanismo de transferências fiscais.

Contudo, o que aconteceu de fato, como expõem os autores, é que justamente o arranjo do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), articulado em torno de um BCE “independente” (mas, implicitamente, voltado aos desígnios do Bundesbank alemão), impediu, em grande

medida, esse beneficiamento mútuo de políticas monetárias e fiscais. Ademais, dificultou o auxílio necessário dos Bancos Centrais nacionais aos seus governos, em uma conjuntura de endividamento crônico, tal qual a corrente.

FREITAS (2011) explica, ainda, que não foi desenvolvido, na formulação do Tratado, qualquer arranjo para a composição da dívida do setor público, e por conseguinte, nenhum limite para o endividamento externo como proporção da dívida nacional total. Sendo assim, o que se viu e se vê no decorrer da crise são dívidas públicas monumentais, em alguns casos, muito maiores que o produto dos países, muito em função de seu componente externo. De maneira análoga, segundo a autora, não se estabeleceu qualquer mecanismo de correção para desequilíbrios em transações correntes. Posteriormente, como resultado da diferença de competitividade e inflação entre os países membros, esses desequilíbrios foram se agravando. Como principal economia exportadora do bloco, a Alemanha (mas não apenas ela) se beneficiou grandiosamente dessa lacuna, ampliando tanto seu saldo comercial, quanto seu superávit em transações correntes, como pode ser observado no Gráfico 1 a seguir, condição superavitária obtida à custa das economias menores.

**Gráfico 1 – Alemanha: Evolução do Saldo em Transações Correntes e do Saldo Comercial  
Vis-À-Vis os Demais Países da Área do Euro (Milhões de Euros – 1999 a 2010)**



Fonte: FREITAS (2011)

Sem o auxílio do BCE, nem mesmo dos Bancos Centrais locais, e forçadas pelas instituições econômicas supranacionais a seguir uma cartilha que impunha políticas econômicas recessivas, como a diminuição dos gastos, as nações deficitárias se viram compelidas a pagar suas dívidas. Nesse contexto, foram “coagidas” pelos seus credores e, frequentemente, obrigadas a financiar seus déficits por endividamento bancário externo, tanto público como privado, além de fluxos de investimento estrangeiro em carteira, originados nos próprios países-membros superavitários do bloco, como a Alemanha. Estes, por sua vez, alimentaram espirais crescentes de preços de ativos, dando origens a especulações e bolhas, como a imobiliária. Tudo isso por conta da ausência dos dois mecanismos de ajuste supracitados. Assim:

"A unificação monetária viabilizou uma crescente interdependência das posições financeiras credoras e devedoras entre os países-membros e entre os bancos, estimulada pela inexistência de risco cambial, que não foi adequadamente monitorada pelo SEBC" (FREITAS, 2011, P.26).

ARESTIS & SAWYER (2011) expõem que os elementos que evidenciavam as lacunas deixadas pelo projeto da União Monetária estavam presentes desde o estabelecimento dos Critérios de Convergência, sendo observada pelos autores uma sequência de irregularidades dentro do processo, as quais persistiram após 2002.

Primeiramente, segundo os autores, os critérios estabelecidos estavam focados em variáveis nominais e não reais, e estes seriam falhos por serem assimétricos em condições deflacionárias. Em outras palavras, estabeleciam limites para o déficit público, mas não para o superávit. Fundamentalmente, porém, não foi dada a devida atenção aos persistentes déficits e superávits em conta corrente com os quais as economias ingressaram no Euro, e não existe qualquer mecanismo que trate de corrigi-los posteriormente (origens de desequilíbrios gritantes), tal qual foi elencado anteriormente. Assim sendo, esses desequilíbrios refletem diferenciais de competitividade entre os países, sendo que as nações endividadas terão uma enorme dificuldade de crescer ou mesmo encontrar um nível de atividade econômica superavitário, uma vez que se torna cada vez mais difícil para essas economias periféricas conseguir empréstimos vindos das instituições financeiras dos países centrais.

As imperfeições contidas no plano inicial estão presentes nos diversos aspectos abordados pelas políticas macroeconômicas. No que se trata do câmbio, não foi levada devidamente em consideração a adequação entre as taxas de câmbio nas quais os países ingressaram no acordo, nem mesmo a sustentabilidade dessas taxas no longo-prazo, ou da posição da conta de capital de cada um deles. Já no que diz respeito ao processo inflacionário, os critérios de convergência não abrangeram da maneira apropriada os distintos mecanismos de mensuração da inflação entre os países membros. Pode-se dizer que não houve convergência dos critérios das condições inflacionárias, sendo que não houve, na origem dos arranjos institucionais, por parte dos arquitetos políticos do projeto, preocupação com as diferentes tendências de inflação dos países do bloco, desiguais mecanismos de determinação de preços e salários, distintas reações dos preços internos aos preços externos e nem mesmo diferentes efeitos das variações na demanda e na atividade econômica sobre preços e salários (ARESTIS & SAWYER, 2011).

Com relação ao desemprego, por sua vez, os autores apontam que faltaram considerações a respeito do estímulo à ocupação enquanto objetivo de política monetária, e não houve preocupação dos formuladores do Euro com as diferenças nas taxas com as quais os países ingressaram no regime de câmbio fixo. Esse fato, posteriormente, restringiu significativamente a

capacidade dos países com altas taxas de desemprego de nivelá-las aos com baixas taxas, fazendo com que aqueles tivessem que buscar fontes alternativas para suas exportações, sem desvalorizar sua moeda.

Soma-se a isso o fato de que as políticas fiscais dessas nações são baseadas em metas numéricas, puramente executadas em âmbito nacional e submetidas a regras e sanções incompatíveis com a realidade, não havendo, de fato, uma coordenação entre as economias ao nível regional, por conta das premissas do “defeituoso” Pacto de Estabilidade e Crescimento. Logo, é possível inferir que a política fiscal estabelecida por esse documento, da mesma maneira que a política monetária estabelecida pelos Critérios de Convergência e pelo BCE, sofre do problema de enquadramento geral das economias desiguais, pois o déficit orçamentário varia conforme propensões a investir, poupar, importar e exportar, as quais variam conforme o país. Assim sendo, as economias do bloco não podem ser submetidas, todas, a um mesmo limite de déficit orçamentário como proporção do PIB.

Por fim, não foi levada em consideração a convergência do ciclo de negócios, fundamental para as políticas macroeconômicas, basicamente as monetárias. As orientações da união monetária são rígidas e estão focadas unicamente no regime de metas de inflação, logo, incapazes de lidar com uma poderosa recessão e suas consequências, como a enfrentada atualmente, por não serem dotadas da flexibilidade e discricionariedade, o que a conjuntura exige. O quadro se agrava substancialmente pela generalização e pela abstração das particularidades econômicas intrínsecas a cada um dos membros.

### **3.4 O Banco Central Europeu (BCE)**

O BCE, conforme já destacado, é a instituição supranacional criada no bojo do processo de integração monetária e componente fundamental da ossatura estabelecida. Sendo assim, é a única com atribuições de formular políticas monetárias comuns para os países membros da zona do euro e, também, de definir a taxa de juros comum para o bloco. Ademais, dentre as responsabilidades do BCE está a de prover liquidez para as economias endividadas, já que os Bancos Centrais nacionais perderam capacidade de emissão da moeda. É natural imaginar que, dadas as ferramentas sobre as quais estão encarregados, os condutores dessa instituição fizessem com que ela cumprisse papel de peça essencial no combate efetivo ao risco sistêmico e na

garantia contra imprevistos e instabilidades. Contudo, conforme elucida FREITAS (2011), a respeito do BCE e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC):

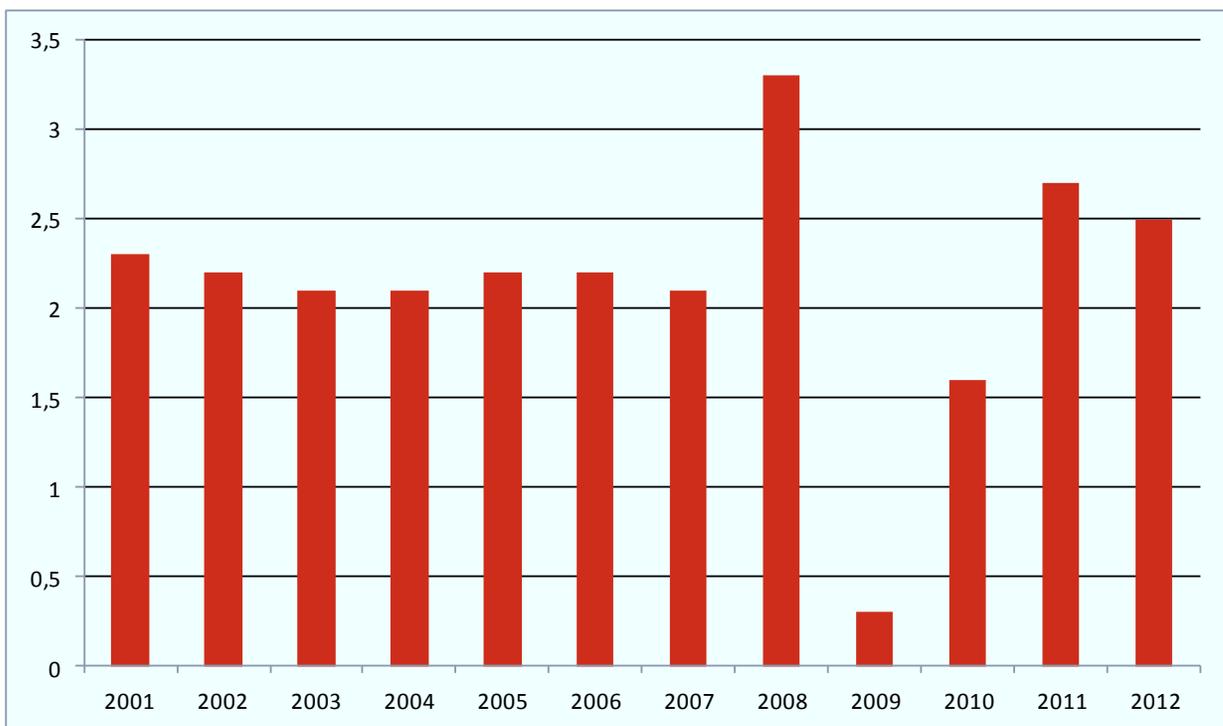
“Por exigência da Alemanha, o Tratado de Maastricht instituiu a estabilidade dos preços como objetivo primordial do BCE e do SEBC, subordinando todas as suas demais atribuições a esse objetivo. Estabeleceu igualmente a total e completa independência do BCE e dos bancos centrais nacionais em relação a qualquer órgão ou entidade da *Comunidade Europeia e dos governos nacionais*.” (FREITAS, 2011, P.22)

Logo, para atender aos desígnios daqueles que têm a estabilidade inflacionária do Euro como referência, o BCE deve se abster de cumprir seu papel de prestador de última instância ao sistema bancário, de garantidor de monetização das dívidas soberanas e de provedor de liquidez em momentos de dificuldades, pois tais funções se mostram, naquele uso, contraditórias. Assim sendo, a única instituição capaz de colocar em prática medidas mais efetivas no combate à crise sistêmica, porquanto sua condição de emissor da moeda única do sistema nas escalas requisitadas, se encontra impossibilitada de exercer sua função.

Esse foco da instituição soberana do Euro na estabilidade de preços, de acordo com ARESTIS & SAWYER (2011), reflete implicitamente total abstração dos efeitos da taxa de juros no câmbio e no preço dos ativos, fato que fez com que a crise financeira fosse combatida com menor poder de fogo, o que definitivamente contribuiu para sua evolução. Além disso, a suposta independência do BCE dificulta a articulação de políticas econômicas por conta do distanciamento com as demais instituições, tanto do Euro, como da União Europeia.

Na prática, todavia, dizem os autores, a política de contenção inflacionária do BCE não foi tão bem-sucedida como o preconizado, tendo sido registradas taxas inflacionárias acima do limite estabelecido pelo regime de metas de 2% na região em todos os anos entre 1999 e 2007, quando da eclosão da crise, ainda que o diferencial tenha sido mínimo, como pode ser observado pelo Gráfico 2 a seguir. Adicionalmente, uma vez que a política monetária é homogênea, ela não é capaz de tratar o grande problema causador da diferenciação das taxas de inflação entre os países, qual seja, a determinação dos salários e diferenciais de produtividade, resultante de distintas políticas salariais domésticas dos países membros e pressões sindicais.

**Gráfico 2 – Taxa de Inflação Anual Média na Zona do Euro (2001 a 2012)<sup>4,5</sup>**



Fonte: Eurostat

Concluindo, ainda que o excesso de endividamento, bem como a maquiagem das contas públicas gregas (fraude contábil)<sup>6</sup>, geridos em um contexto liberalizador, de finanças desregulamentadas, tenham sido fatores importantes na gênese da crise, suas raízes são bem mais profundas, e os planos de austeridade fiscal são um atentado à condição já precária (fragilizada, endividada e menos competitiva) de várias economias do bloco. Prova disso é que economias como a espanhola e a irlandesa se enquadravam nos critérios de Maastricht até o momento da eclosão da crise e foram justamente as medidas de socorro a instituições privadas, os sucessivos planos de austeridade fiscal e de sustentação da demanda agregada num contexto recessivo que deram origem ao endividamento crônico desses países (FREITAS, 2011). O verdadeiro combate ao risco sistêmico está, portanto, no aperfeiçoamento das instituições da UME, o que, por conta

<sup>4</sup> Não foram encontrados dados anteriores a 2001 na base estatística pesquisada.

<sup>5</sup> Com mudança de composição nos países do bloco

<sup>6</sup> FREITAS (2011) aponta que em 2004, com a troca do governo grego, a Comissão Europeia (CE) foi informada acerca da maquiagem das contas públicas que permitiu a entrada da Grécia no Euro. O novo governo, autor das denúncias, deu prosseguimento à prática de fraude contábil contando com auxílio do Goldman Sachs, a qual veio a tona em 2009 com o retorno do partido trabalhista ao poder.

das prerrogativas políticas de alteração do tratado, modificação da constituição, consulta ao parlamento e à população de cada um dos países-membros, pode levar anos, caso seja posto em prática.

Foram expostas nesse capítulo, de maneira bastante resumida, os pontos principais que, de acordo com a linha de argumentação defendida pelo estudo e pelos autores revisados, constituíram defeitos no desenho institucional do Euro. Com isso, procurou-se dar vazão à hipótese supracitada de que tais lacunas, em associação a um ambiente global de desregulamentação de capitais, estariam na origem da crise da dívida. Na sequência do trabalho, se apresentará um estudo de caso da Grécia, acerca da absorção da crise.

## CAPÍTULO 4

### O CASO GREGO

#### 4.1 Panorama da Crise

Nesse quarto e último capítulo, a monografia atingirá os objetivos aos quais se propôs. Será tratada especificamente a crise grega no âmbito da crise internacional, com o intuito de aprofundar a análise acerca da vulnerabilidade do Euro. Em outras palavras, a análise apresentada será aplicada ao caso concreto da crise na Grécia, evidenciando suas origens, desdobramentos e seus limites. Com isso, pretende-se testar a hipótese apresentada, a qual, dependendo dos resultados obtidos, poderá, em certo sentido, ser estendida para o restante do bloco. Isso é possível, pois as formas de absorção e desdobramento da crise nas distintas economias do Euro, sobretudo as mais afetadas, foi semelhante, dado o efeito contágio observado.

Como uma das economias mais frágeis da UE, a Grécia possui um histórico considerável de endividamento, mesmo antes de entrar na União Monetária Europeia (UME). Após ingressar no Euro, o governo grego aumentou ainda mais os gastos públicos e os salários do funcionalismo público se elevaram significativamente. A situação é ainda mais grave, com prejuízo à arrecadação fiscal, porquanto evasão fiscal é uma prática consideravelmente disseminada no país (BBC, 2012-A). Para fazer frente ao endividamento nesse período, os gregos tomaram empréstimos elevados com os quais não poderiam arcar, e com a crise financeira internacional de 2008/2009, a situação tornou-se mais grave, uma vez que se encontravam despreparados para lidar com ela. Na sequência, surgiu entre os investidores estrangeiros o temor generalizado de que os gregos não honrassem seus compromissos, o que fundamentalmente sustentou uma grande crise de confiança. A perspectiva de rebaixamento da nota de crédito grega por parte das agências de avaliação de risco, fez com que explodisse o diferencial de rendimento de bônus soberanos alemães e gregos com maturidade equivalente.

Nessa fase ainda inicial da tenebrosa crise grega, em 2009, a economia já sentia os efeitos da dificuldade de captação de recursos no mercado financeiro internacional, ainda que de forma atenuada. Porém, existia um grande temor de default por parte dos investidores, expresso nas maiores exigências de prêmio de risco dos títulos gregos, além de um receio daqueles que

possuíam alta exposição ao risco soberano do país, como grandes fundos de investimento e de pensão, bem como grandes bancos. Somando a isso os casos de manipulação dos índices contábeis e camuflagem de dados macroeconômicos, como destacado no capítulo anterior, tendo o próprio governo recém-empossado admitido que a dívida soberana era muito maior do que se tinha ideia (FREITAS, 2011), no final daquele mesmo ano as três principais agências de rating rebaixaram a avaliação grega. As notas de classificação de risco gregas foram rebaixadas, fundamentalmente, por conta da deterioração de suas contas públicas, com o enorme déficit fiscal, uma dívida que superava 110% do PIB, e por causa dos efeitos devastadores que seriam causados por possíveis medidas de estímulo fiscal dali em diante. Ademais, porque era previsto que haveria grandes dificuldades de rolagem dessa dívida, uma vez que era detida significativamente por investidores internacionais (não residentes) e que a perda de competitividade da economia grega se aprofundava cada vez mais. No final daquele mesmo ano, o governo anunciou medidas de austeridade fiscal a serem colocadas em prática, as quais foram entendidas por analistas como insuficientes. O caso é emblemático porque, muito embora tivesse tamanho e significância reduzidos dentro da UME, a Grécia foi a grande porta de entrada para a crise no bloco europeu, se tornando a nação mais endividada e mais afetada do continente, afetando todas as outras, expondo a suscetibilidade ao efeito-contágio ampliado e a fragilidade do Euro, bem como as diferenças no risco de crédito entre os membros.

No ano seguinte (2010), o Euro passou a ser alvo de ataques e os títulos da dívida pública da Grécia foram rebaixados ao nível especulativo (junk bond), fazendo com que o financiamento da economia se tornasse muito mais difícil, com custos de obtenção muito maiores (FREITAS, 2011). Em maio, é aprovado o pacote inicial de resgate do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Comissão Europeia (CE) à Grécia, da ordem de €110 bilhões, a juros de 5,2% a.a, em troca da aplicação das medidas de austeridade anunciadas, com revisões trimestrais, além de privatizações e abertura de mercados (BBC 2012-A). Desde então, se assiste a uma sucessão de tentativas de recuperação da economia grega por meio de pacotes de ajuda financeira provindos, sobretudo, da chamada “troica”, grupo de negociadores internacionais composto, além das instituições citadas acima, pelo Banco Central Europeu (BCE). Trata-se de suportes financeiros de magnitude ampliada: além da ajuda inicial dividida em parcelas que se estenderam até 2012, nesse mesmo ano foi aprovado um outro pacote de suporte financeiro de US\$ 170 bilhões (EXAME, 2013).

Além disso, foram feitas negociações para a redução dos juros dos credores privados da dívida grega de maneira a reorganizar as contas públicas gregas e tapar o buraco no orçamento. É importante salientar que apesar de os juros desses empréstimos serem considerados baixos, eles ainda são superiores aos custos de captação de economias centrais europeias como França e Alemanha (BBC 2012-A), economias consideravelmente mais sólidas e que, ainda, se encontram em uma posição muito mais favorecida com relação aos mercados de capitais. Observa-se, ainda, que, apesar de serem a longo-prazo e a juros reduzidos com relação ao mercado, esses pacotes de resgate são somente empréstimos, logo, os governos europeus e as entidades soberanas que fornecem ajuda à Grécia não são prejudicados. Muito pelo contrário, enquanto a população é, de fato, lesada, sendo submetida a uma série de perdas, essas instituições supranacionais, através desses suportes financeiros, são capazes de exercer poder de pressão e influência na condução das políticas econômicas domésticas do país. Em última análise, eles próprios gerenciam os instrumentos de política interna, condicionando os planos de resgate a ajustes econômicos sofridos, os quais são de seu interesse.

Sendo assim, as organizações multilaterais que fornecem auxílio econômico aos países em dificuldades, como a Grécia, não o fazem gratuitamente. Exigem, em troca, como sempre o fizeram, o “comprometimento” das autoridades locais com a austeridade fiscal e a disciplina orçamentária, um altíssimo preço a ser pago. Esse receituário liberal é composto por imposições acerca de corte de gastos, incluindo gastos com serviços públicos, como saúde e educação; redução de postos de emprego; queda do salário mínimo; redução salarial de aposentados, pensionistas e funcionários públicos; aumento da idade mínima para aposentadoria; elevação da carga tributária; privatizações; vendas de ativos estatais e reformas estruturais na economia. Nesse contexto, as leis trabalhistas devem ser flexibilizadas e os custos burocráticos reduzidos, de forma a elevar a competitividade geral da economia. Ademais, os mercados de produtos e serviços devem ser liberalizados e como se não bastasse, uma conta especial, à parte do orçamento, é criada, destinada ao pagamento das dívidas, sendo que esse tem prioridade absoluta sobre os investimentos nos serviços públicos mais básicos (BBC, 2012-A).

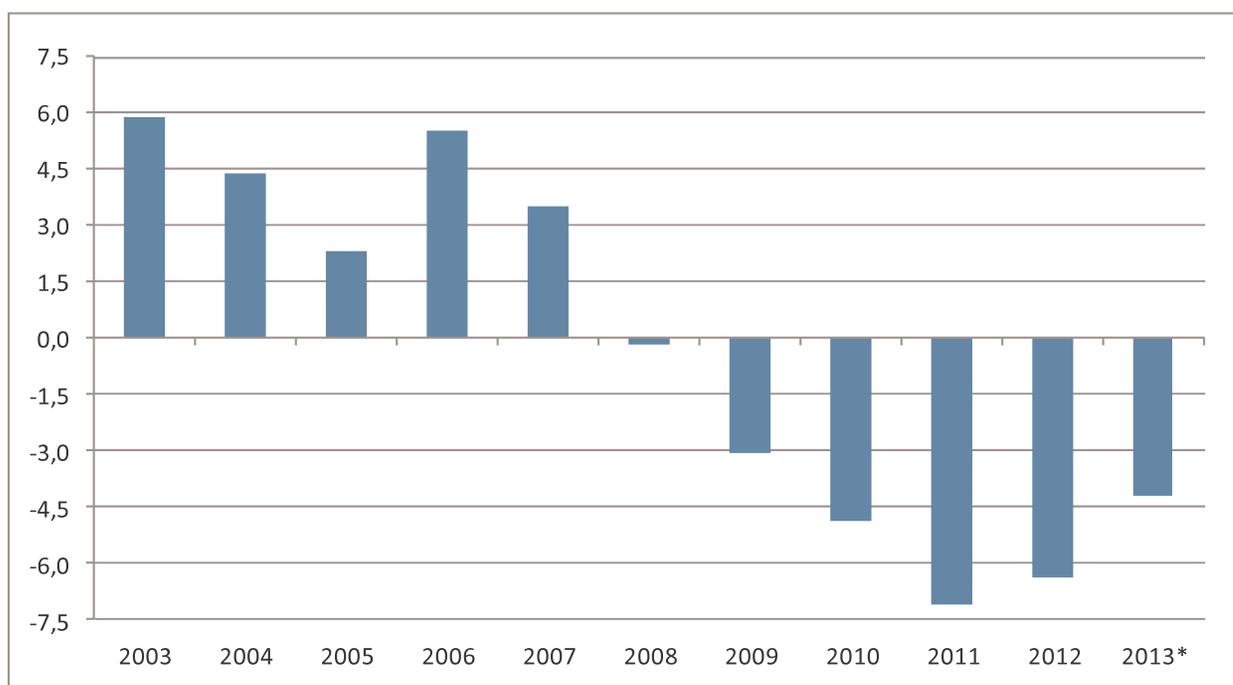
O problema é que, ao mesmo tempo em que tais medidas, naturalmente, foram extremamente mal recebidas pela opinião pública e se mostraram largamente impopulares, descambando em manifestações públicas de descontentamento, protestos e enfrentamentos, o tratamento da crise se revelou totalmente ineficaz. Como apontado, o “preço” cobrado dos

gregos, assim como de outras nações terrivelmente endividadas, foi muito alto, ainda mais se considerada a sua condição. O “remédio” neoliberal foi amargo e, mesmo assim, não trouxe a “cura”. As diretrizes de austeridade estão fadadas ao fracasso e a economia continua “encolhendo”. As autoridades econômicas gregas se encontram, atualmente, grandemente pressionadas em torno dos rumos do país, à medida que seguidas tentativas de acordos e coalizões entre partidos políticos rivais fracassaram no Parlamento, enquanto o desemprego bate recordes (25% em 2012, ante previsão de 15%) e a economia encolhe (redução do PIB de 17% em 2012 com relação a 2009). No meio disso tudo, em jogo está a capacidade das autoridades da zona do Euro de lidarem com países endividados. No momento, a única coisa que parece certa para a Grécia são mais alguns anos de um doloroso ajuste, sob uma conjuntura sociopolítica deveras fragilizada.

#### **4.2 Análise de Indicadores Macroeconômicos Selecionados**

De maneira a ilustrar o panorama de crise observado e expandir o study case, apresenta-se um conjunto de dados estatísticos, trazendo a evolução histórica recente de variáveis macroeconômicas ao longo dos últimos anos, abrangendo o período anterior à crise. Procurando assim, dar ênfase, através da análise de sua trajetória, às significativas alterações sofridas desde então.

**Gráfico 3 – Grécia: Crescimento Real do PIB (em % com relação ao ano anterior – Preços Correntes – 2003 a 2013)<sup>7 8</sup>**



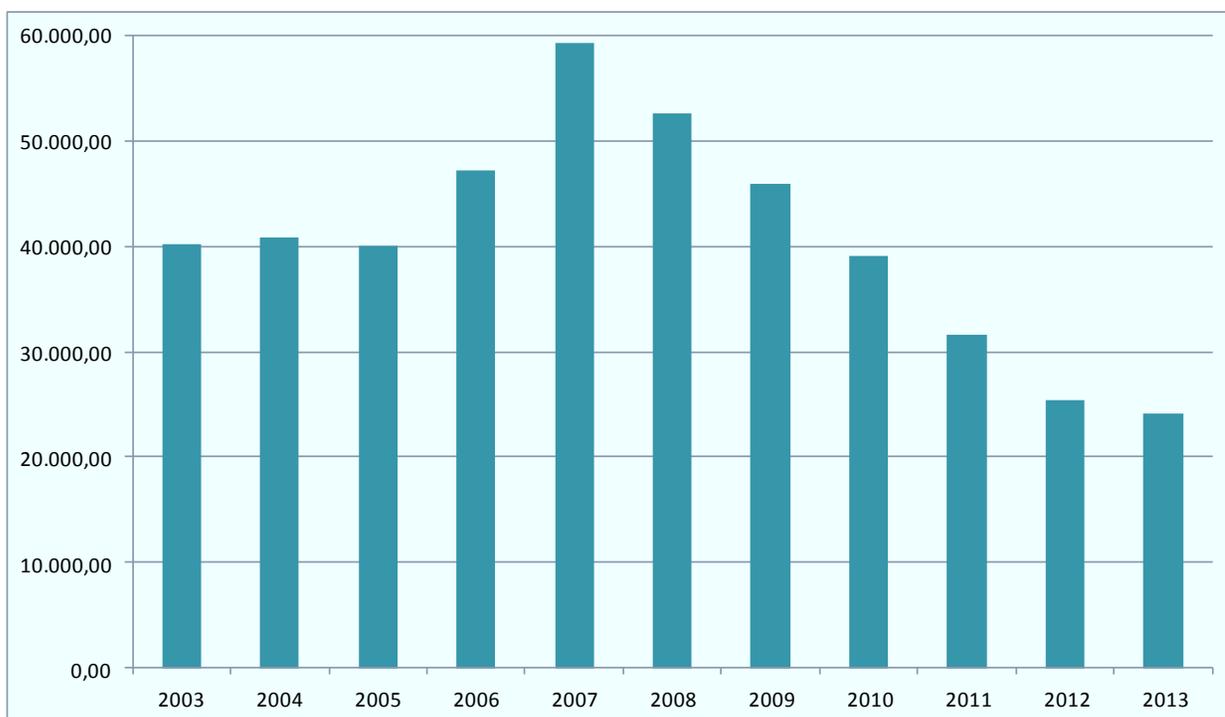
Fonte: Eurostat

A taxa de crescimento anual do PIB permite fazer comparações do desenvolvimento da dinâmica econômica ao longo do tempo, conforme será objeto de estudo aqui. Através da observação do Gráfico 3, é possível inferir que a economia grega experimentava crescimento real do PIB até 2007, ainda que com oscilações. Em 2008, quando da eclosão da crise econômica internacional, a taxa de crescimento sofre uma abrupta inflexão, fechando o ano com um valor negativo, indicando, portanto, contração da atividade econômica real naquele ano. A turbulência global atingiu a Grécia em cheio e rapidamente, os efeitos sentidos passaram das dificuldades financeiras, como apresentado na seção anterior, para a atividade produtiva. A partir de então, a situação crônica apenas se agravou e a economia contraiu ainda mais, estendendo a recessão econômica até o presente, ainda que possa ser observada uma ligeira tendência de atenuação das taxas negativas.

<sup>7</sup> Para 2013, foi feita uma previsão

<sup>8</sup> Para efeito de medição da taxa de crescimento real do PIB em termos de volume, o PIB a preços correntes é mensurado com base nos preços do ano anterior para, posteriormente, as mudanças computadas de volume serem postas ao nível de um ano de referência. Esse é o procedimento de séries encadeadas. Por consequência, os movimentos nos preços não irão inflar a taxa de crescimento.

**Gráfico 4 – Grécia: Formação Bruta de Capital Fixo (Milhões de Euros – Preços Correntes – 2003 a 2013)<sup>9 10</sup>**



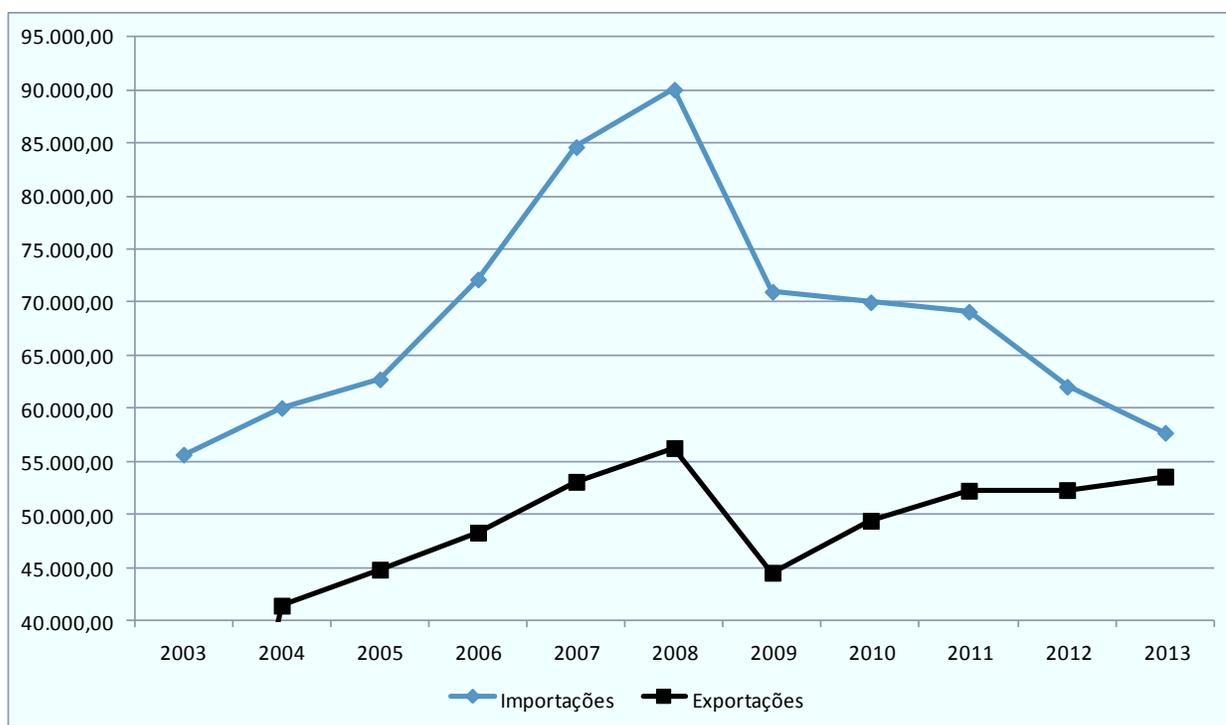
Fonte: Eurostat

O Gráfico 4 apresenta a evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) em milhões de Euros, a preços correntes. Demonstra a parcela do PIB que é destinada a investimentos fixos, em vez de, por exemplo, ao consumo ou às exportações. Analisando o gráfico, também podemos observar claramente, assim como no anterior, a tendência de queda dos investimentos gregos a partir de 2007 como mais uma das consequências nefastas da crise. Os investimentos totais caíram tanto que encontram-se, atualmente, em níveis inferiores ao de 2007, ápice do período pesquisado, o que expõe a fragilizada condição da economia grega, abatida pela crise. Contudo, essa redução drástica pode também ser atribuída às medidas de austeridade fiscal e disciplina orçamentária, entraves políticos para a realização de maiores gastos em investimentos de forma a dar um novo estímulo de partida à economia.

<sup>9</sup> Para 2013, foi feita uma previsão

<sup>10</sup> A FBKF por sua vez, consiste nas aquisições dos produtores residentes, nas cessões de ativos fixos, além de determinados acréscimos ao valor de ativos não produtivos realizados pela atividade produtiva, tais quais melhorias para a terra. Esses ativos fixos englobam, por exemplo, habitações, outros edifícios e estruturas (estradas, pontes, etc.), maquinário e equipamento, mas também ativos intangíveis como softwares de computador.

**Gráfico 5 – Grécia: Importações e Exportações de Bens e Serviços (Milhões de Euros – Preços Correntes – 2003 a 2013)<sup>11</sup>**



Fonte: Eurostat

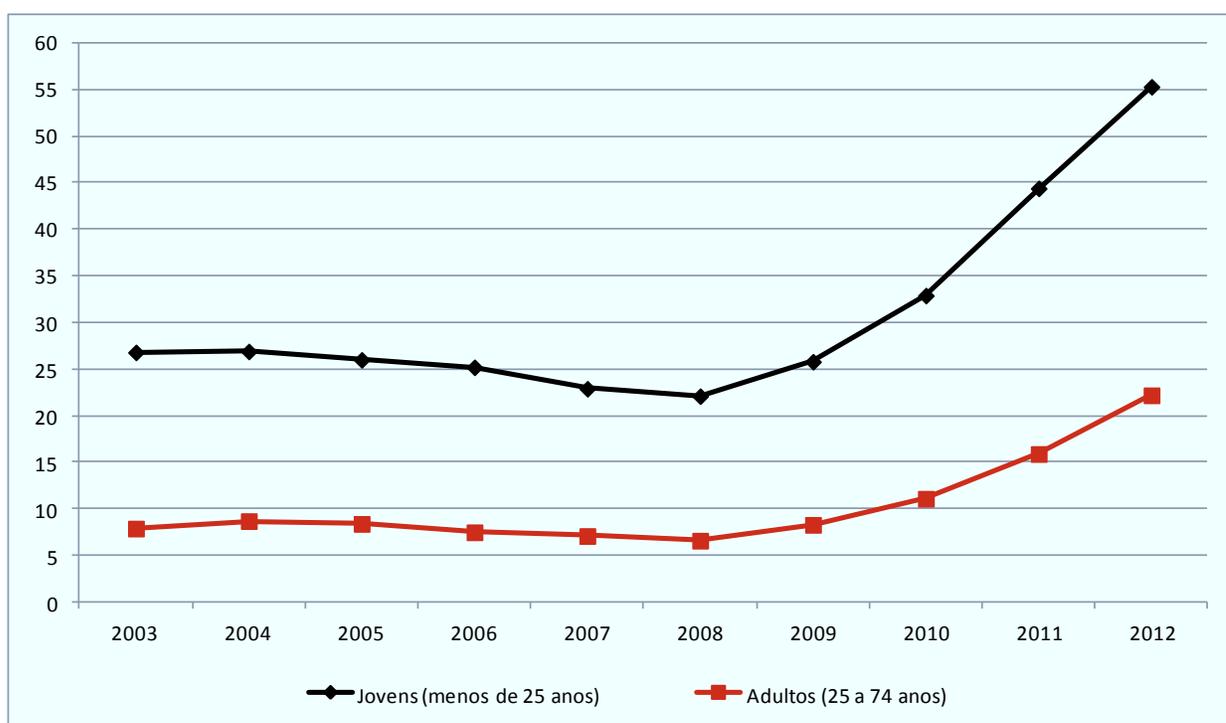
Por sua vez, o Gráfico 5 apresenta as trajetórias das importações e exportações totais de bens e serviços da economia grega, em milhões de Euros, a preços correntes, entre os anos de 2007 e 2013, permitindo uma visão geral da balança comercial no período. A observação dos dados mostra que com as mudanças sofridas a partir da crise em 2008, tanto o nível de importações como de exportações sofre uma queda, mas também revela que, a partir daquele ano (2008), a balança comercial grega se tornou progressiva e significativamente menos deficitária, com uma trajetória ascendente das exportações e descendente das importações a partir de 2009. Em se cumprindo a previsão apontada no gráfico para esse ano (2013) e seguindo a tendência recente, é provável que em 2014 a balança comercial grega já se torne superavitária.

Contudo, as conclusões que podem ser tiradas desse gráfico não são tão animadoras. A rápida recuperação das exportações gregas, em um cenário profundamente afetado e recessivo, é explicada unicamente por uma pauta exportadora basicamente de produtos agrícolas:

<sup>11</sup> Para 2013, foi feita uma previsão.

alimentos, bebidas, frutas, commodities em geral, intensivos em trabalho e recursos naturais. Em menor parcela, estão os químicos, têxteis e derivados do petróleo que, mesmo em meio à crise soberana e depressão da demanda, conseguiram lograr algum êxito. Porém, essa composição de pauta exportadora deixa a Grécia em uma situação desfavorável, refém das oscilações na demanda internacional por commodities, a qual, por definição é volátil, se comparada a produtos industrializados. As importações, entretanto, conformam o oposto, sofrendo uma trajetória de queda vertiginosa, perdendo o fôlego, com a queda na renda e no emprego, bem como com as crescentes dificuldades de financiamento.

**Gráfico 6 – Grécia: Taxa de Desemprego (2003 a 2013)**



Fonte: Eurostat

Por fim, o Gráfico 6 nos indica a evolução da taxa de desemprego na Grécia entre jovens e entre adultos entre 2003 e 2012. Desnecessário pontuar que, a partir do colapso econômico e das medidas adotadas para cortar gastos, as taxas cresceram exponencialmente até os níveis alarmantes da atualidade, recordes históricos. A situação é particularmente grave entre os mais jovens, entre os quais o desemprego atinge mais da metade da população economicamente ativa, criando um ambiente de caos, insatisfação, indignação e incerteza com relação ao futuro Cabe

destacar também a intensificação dos movimentos migratórios dentro da Europa em busca de emprego, ainda que, mesmo nas economias mais ricas, as circunstâncias do mercado de trabalho não sejam as mais favoráveis aos estrangeiros (Valor, 2013).

Com a apresentação desse breve panorama, procurou-se traçar nesse estudo de caso não somente a forma como a economia grega foi afetada, mas também a conjuntura precária enfrentada atualmente. Naturalmente, as perspectivas futuras não são nada otimistas, ao menos que se faça uma revisão das estruturas e instituições econômicas às quais não somente a Grécia, mas todos os membros da zona do Euro estão atrelados.

## CONCLUSÃO

Primeiramente, é importante frisar que a concepção de abertura econômica total e livre-circulação de capitais, pessoas e mercadorias, ou seja, a liberalização econômica plena como visto ao longo desse estudo, fez com que o processo de integração observado na Europa assumisse, em certo sentido, feição de produto da lógica de eficiência dos mercados, alicerçada no neoliberalismo. A própria gênese do Euro, as instituições criadas e os policy makers envolvidos com o projeto, estavam “ancorados” a essa ideologia. Não surpreende essa constatação, pois a construção da Integração Monetária Europeia, que começa de fato em 1992, teve lugar num ambiente de finanças desregulamentadas, em um mundo crescentemente globalizado, no qual as amarras institucionais que prenderam o capital durante as décadas da Golden Age, restringindo sua circulação e limitando seus efeitos danosos às economias nacionais, já se encontravam significativamente enfraquecidas. O ciclo de crescimento de longo-prazo sustentado na renda e no emprego dos 30 anos dourados do capitalismo e a teoria econômica keynesiana haviam sido suplantados.

Além disso, o arcabouço institucional montado para viabilizar o Euro, tal qual foi concebido, é de certa forma, inadequado. Vale dizer, o processo que reuniu economias com significativos graus de heterogeneidade estrutural, deixou enormes lacunas em sua estrutura, durante sua montagem. O arranjo feito se orientou, basicamente na promoção de políticas de disciplina orçamentária, austeridade fiscal e, sobretudo, estabilidade e controle inflacionário, através de um regime de metas. Ademais, a arquitetura monetária construída abstraiu totalmente a promoção de políticas econômicas discricionárias expansionistas e a construção e consolidação de um Banco Central forte, que exercesse no âmbito regional sua função de purchaser of last resort, “comprador de última instância” para os títulos dos governos nacionais ou lender of last resort, “emprestador de última instância”. A crise econômica internacional fez com que se tornassem expostas todas essas imperfeições, que foram avaliadas nesse trabalho.

Em suma, a hipótese que o presente estudo trouxe para o problema apresentado foi que a integração monetária feita no Velho Continente foi, fundamentalmente, sustentada por uma teoria mainstream que defende a neutralidade da moeda. Em outras palavras, desconsideraram-se os efeitos, tanto no curto, como no longo-prazo, das políticas monetárias sobre as variáveis agregadas reais da economia – emprego e renda. Nesse sentido, a construção da União Monetária

Europeia serviu aos desígnios das principais economias do bloco, sobretudo a germânica, uma vez que a abstração de políticas de crescimento econômico articuladas regionalmente significava, para os alemães, a manutenção do status quo, ou seja, dos déficits em conta corrente dos países periféricos e, dessa forma, dos diferenciais de competitividade. Portanto, a crise sistêmica que cobre o continente europeu e que teve sua gênese na crise da dívida na zona do euro tem suas origens diretamente relacionadas, em boa parte, à construção do Euro, a qual, conforme foi pautado, relegou o crescimento estruturado de longo-prazo ao segundo plano, em favor da estabilidade de preços correntes.

Posto isso, o trabalho conclui que possivelmente se faça necessária uma reestruturação do Pacto de Estabilidade e Crescimento em um novo modelo, de forma a garantir a sustentabilidade do Euro, alterando significativamente o panorama institucional da integração. Para tanto, fundamentalmente, não podem faltar elementos como o desenvolvimento de um regime de política fiscal ao nível da União Monetária Europeia (UME), e a coordenação entre as políticas fiscais nacionais, de modo a assegurar níveis esperados de atividade econômica, bem como o manejo das políticas macro. A possibilidade de uma federação dentro da qual a autonomia de política nacional seja preservada, sem que haja a imposição de uma política comum, mas que simultaneamente, coexista com uma autoridade soberana talvez se coloque como alternativa. Analogamente, é indispensável a total coordenação entre as políticas monetária, fiscal e de estabilidade financeira, além do estabelecimento de critérios para sua aplicação. Já o BCE deve estar apto a sustentar uma larga escala de déficit orçamentário, no sentido de aceitar os títulos do tesouro dos governos nacionais e garantir sua função de prestador de última instância para que, assim, a economia possa crescer.

Os objetivos de política monetária, por sua vez, devem envolver uma preocupação muito mais ampla, envolvendo também o setor financeiro, de modo que esse se torne social e economicamente funcional ao sistema econômico como um todo. Uma abordagem macro prudencial é sugerida por autores críticos como mais importante que políticas monetárias isoladas, e como sendo crucial para conter os efeitos sistêmicos negativos de instituições financeiras “muito grandes para falir”, e impedir formação de bolhas de crédito e ativos.

Além disso, o BCE deve deixar de ser uma instituição “independente”, tendo sua incorporação aos quadros de policy-makers, em associação com a mudança de seu objetivo primordial de estabilidade dos preços para estabilidade financeira geral, articulada a políticas

macro voltadas para o crescimento. Por fim, é preciso promover políticas monetárias de modo a resolver os déficits em conta corrente através de mudanças adequadas nos preços relativos e no nível de competitividade das economias, além de tratar do nível geral de inflação dentro do bloco e dos diferenciais inflacionários entre as economias.

Essas são mudanças estruturais que devem ser promovidas nas raízes do aparato institucional monetário e que, indubitavelmente, exigem um enorme esforço, pois envolvem questões de poder econômico. Esse fato se torna um obstáculo particularmente considerável dentro da União Europeia, por conta de toda a burocracia envolvida e das forças políticas, o que é inerente a qualquer projeto de integração econômica nesses moldes, de tamanha magnitude. Sendo assim, alterações econômicas de caráter profundo como essas, envolvem aspectos políticos como a consulta ao parlamento de todos os países-membros do bloco, que por sua vez, recorrem às suas populações, por meio de consultas e referendos. Isso faz com que as perspectivas de mudanças a esse nível, dentro da Europa sejam alçadas ao longo-prazo, caso sejam de fato implantadas, trazendo consigo perspectivas nada otimistas nem animadoras.

Finalmente, no que concerne ao futuro dos projetos de integração político-econômicas, principalmente daquelas que envolvam uniões monetárias como essa, é possível concluir, com base nas diretrizes heterodoxas que elas são possíveis, ainda que sejam muito complexas e requeiram permanentemente ajustes e ação política. Porém, conforme proposta apresentada por esses autores, é necessário que haja uma participação efetiva do Estado, como interventor econômico, através da centralização de políticas e tomada de decisões soberana, de forma a afastar os mecanismos de mercado que possam criar entraves ao desenvolvimento e proporcionar os ajustes macroeconômicos exigidos. A moeda não pode ser entendida como neutra, tal qual as políticas monetárias devem ser promovidas, sim, para estimular a atividade econômica e o crescimento dos agregados reais. É necessário, ainda, que haja articulação de políticas e que concomitantemente, os governos locais tenham raio de manobra para conduzir suas políticas econômicas da melhor maneira, zelando dessa forma pela complementaridade entre as partes do processo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMADO, Adriana. M.; MOLLO, Maria L. **Ortodoxia e heterodoxia na discussão sobre integração regional: a origem do pensamento da CEPAL e seus desenvolvimentos posteriores**. Estudos Econômicos, São Paulo, v.34, no. 1, 2004. P 130-140. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ee/v34n1/v34n1a05.pdf>> Acessado em Abril de 2013.

ARESTIS, Philip. et al. **O euro e a UME: lições para o Mercosul**. Economia e Sociedade, Campinas, v.12, n.1, 2003. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=549&tp=a>> Acessado em Maio de 2013.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm **The Design Faults of the Economic and Monetary Union**, Journal of Contemporary European Studies, 2011. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14782804.2011.554191>> Acessado em Abril de 2012.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm **New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 17, Número especial, p. 631-655, dez. 2008. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=673&tp=a>> Acessado em Março de 2013.

CARVALHO, Fernando Cardim **Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a teoria de uma economia monetária**. In: AMADEO, E. **Ensaio sobre Economia Política Moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo, Marco Zero, 1989. Disponível em: <<http://fabianodalto.weebly.com/uploads/3/6/8/2/3682836/cardin1989.pdf>> Acessado em Maio de 2013.

COSTA, Samuel Bracarense **Aspectos da Constituição do Euro-Sistema**. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, Número 14 de Fevereiro de 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt14aspectoseuro-sistemap.pdf>> Acessado em Maio de 2012.

DEOS, Simone et al. **Perspectivas do Investimento na Dimensão do MERCOSUL e da América Latina**, Estudo Transversal 08, Perspectivas de Investimento no Brasil, Agosto de 2009. P 68-71: **Integração Monetária Regional: Breve Revisão da Literatura**. Disponível em: <[http://www.projetopib.org/arquivos/ie\\_ufrj\\_et08\\_mercosul.pdf](http://www.projetopib.org/arquivos/ie_ufrj_et08_mercosul.pdf)> Acessado em Maio de 2012.

DINIZ, André S.; JAYME JR., Frederico G. **Divergências Estruturais, Competitividade e Restrição Externa ao Crescimento: uma análise da crise e das limitações da zona do euro**. Belo Horizonte, UFMG, Cedeplar, 2012. Disponível em: <<http://web.cedeplar.ufmg.br/cedeplar/site/pesquisas/td/TD%20453.pdf>> Acessado em Abril de 2012.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L.F. **Será consistente a proposta de criação de uma União Monetária no Mercosul?** Revista de Economia Política, São Paulo, v.22, n.2, 2002. Disponível

em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sera\\_consistente\\_a\\_proposta.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sera_consistente_a_proposta.pdf)> Acessado em Julho de 2013.

FRANCISCO, J. Z. Rigolon, GIAMBIAGI, Fabil **Áreas Monetárias Ótimas: Teoria, Unificação Monetária Europeia e Aplicações para o Mercosul**. Ensaios BNDES nº8, Área de Planejamento, Departamento Econômico DEPEC, Rio de Janeiro, 1998, seções 1-3. Disponível em:

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ensaio/ensaio8.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ensaio/ensaio8.pdf)> Acessado em Junho de 2013.

FREITAS, Maria C. Penido **A crise na área do euro**. Boletim de Economia 10. Dezembro de 2011. Disponível em:

<[http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim de Economia 10 Setorial A crise na area do euro.pdf](http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_10_Setorial_A_crise_na_area_do_euro.pdf)> Acessado em Abril de 2012.

JÚNIOR, Renato Baldini **A Institucionalização da União Monetária Europeia**. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, Número 37 de Janeiro de 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2003nt37Institucionaliza%C3%A7%C3%A3oUEp.pdf>> Acessado em Maio de 2012.

MOLLO, Maria L. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: A Questão da Neutralidade da Moeda**. Revista de Economia Política, vol. 24, nº 3 (95), Julho-Setembro 2004. Disponível em:

<<http://www.rep.org.br/pdf/95-1.pdf>> Acessado em Maio de 2013.

MONGELLI, Francesco P. **European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory**. Economic Papers 302, Fevereiro de 2008. Disponível em:

<[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications)> Acessado em Abril de 2012.

OLIVEIRA, Giuliano; DEOS, Simone; WOLF, Paulo José Whitaker **Integração regional e convergência econômica real: lições da experiência europeia**. XVII Encontro Nacional de Economia Política, Área: 5 – Dinheiro, finanças internacionais e crescimento, Subárea: 5.1 – Economia monetária e financeira, 2011. Disponível em:

<<http://www.sep.org.br/artigos/download?id=2028&title=Integra%C3%A7%C3%A3o+regional+e+converg%C3%Aancia+econ%C3%B4mica+real%3A+li%C3%A7%C3%B5es+da+experi%C3%Aancia+europeia>> Acessado em Março de 2012.

RIBEIRO DE JESUS, J. M. Cardoso **A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas e os Choques Assimétricos na União Europeia**. Pesquisa & Debate, SP, volume 16, nº 1(27), PP 37-39, 2005.

Disponível para download em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/download/11897/8613>> Acessado em Junho de 2013.

SCREPANTI, Ernesto; ZAMAGNI, Stefano. **Panorama de Historia Del Pensamiento Económico**. Cap. 9 – Seções 9.1 e 9.3 Barcelona, Ariel, 1997.

### **Consulta de Dados Estatísticos:**

Eurostat: < <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>> Acessado em Junho de 2013

### **Notícias Conjunturais:**

BBC Brasil, 2012-A. **Entenda a Crise da Dívida da Grécia.** Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2012/02/120224\\_grecia\\_entendas\\_rp.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2012/02/120224_grecia_entendas_rp.shtml)>

BBC Brasil, 2012-B. **Socialista é eleito presidente da França.** Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2012/05/120506\\_franca\\_rc\\_vitoria.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2012/05/120506_franca_rc_vitoria.shtml)>

BBC Brasil, 2013. **‘Empate’ em eleições na Itália causa apreensão na Europa.** Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2013/02/130226\\_italia\\_impasse\\_nova.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2013/02/130226_italia_impasse_nova.shtml)>

Euronews, 2012. **Greve geral na Europa contra a austeridade.** Disponível em: <<http://pt.euronews.com/2012/11/14/greve-geral-na-europa-contr-austeridade/>>

Exame, 2013. **FMI aprova novo pacote de ajuda à Grécia.** Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mundo/noticias/fmi-aprova-novo-pacote-de-ajuda-a-grecia>>

G1, 2013. **Protesto contra crise europeia reúne milhares na Espanha e em Portugal.** Disponível em: <<http://g1.globo.com/mundo/noticia/2013/06/protesto-contr-a-crise-europeia-reune-milhares-em-madri.html>>

O Globo, 2012. **Após impasse político, Grécia realizará novas eleições.** Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/mundo/apos-impasse-politico-grecia-realizara-novas-eleicoes-4901462>>

Valor Economico, 2013. **Crise eleva emigração de gregos e espanhóis, diz OCDE.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/internacional/3160888/crise-eleva-emigracao-de-gregos-e-espanhois-diz-ocde>>